



Andreia Hirvikallio
Barbosa Neiva
Galante

MODELO DE GESTÃO DE UM FUNDO *PRIVATE*
***EQUITY* PARA O SETOR VITIVINÍCOLA**



Andreia Hirvikallio
Barbosa Neiva
Galante

MODELO DE GESTÃO DE UM FUNDO *PRIVATE*
***EQUITY* PARA O SETOR VITIVINÍCOLA**

Projeto apresentado à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão, realizada sob a orientação científica da Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, Professora Coordenadora do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

o júri

Presidente

Doutor Daniel Ferreira Polónia

Professor Auxiliar Convidado, Universidade de Aveiro

Prof. Doutor Fernando António de Oliveira Tavares

Professor Auxiliar, Universidade Portucalense Infante D. Henrique

Prof. Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira

Professora Coordenadora S/Agregação, Universidade de Aveiro

agradecimentos

O desenvolvimento deste projeto não seria possível sem a HM Consultores, empresa que tem contribuído ativamente para o meu crescimento pessoal e profissional nos últimos três anos, e que me confiou o desenvolvimento de um projeto tão crítico na sua estratégia de médio prazo, e sem a maravilhosa equipa com que tenho o privilégio de trabalhar diariamente. Ao Lúcio, um agradecimento especial, pois apesar da inacreditável carga de trabalho, sempre acompanhou o desenvolvimento deste projeto, fazendo análises críticas fundamentais para a sua boa conclusão, motivando-me continuamente dar o meu melhor.

À minha orientadora, Prof. Doutora Elisabete Vieira, pela disponibilidade e apoio dados ao longo deste percurso, assim como pelas correções e sugestões facultadas, críticas para a valorização deste trabalho.

À minha família e ao meu namorado, pilares da minha vida, pela paciência, apoio e motivação constantes, essenciais para superar todos os obstáculos e desafios com sucesso.

palavras-chave

Capital de Risco, Setor Vitivinícola, Modelo de Negócios

Resumo

De acordo com diversos estudos publicados, as empresas que já foram participadas por fundos de capital de risco (FCR) apresentam rácios de rentabilidade e crescimento superiores do que empresas semelhantes que não têm relação direta com este tipo de capital, tratando-se por isso de uma fonte de financiamento alternativa mais benéfica, pois combina o aumento de capital com o apoio à gestão por profissionais experientes e qualificados.

Estas características tornam os FCR a solução adequada para o setor vitivinícola português, que embora continue a crescer e a contribuir positivamente para a balança comercial portuguesa, carece de solução não só para a atomização da produção, realidade que se verifica na generalidade do território nacional, mas também para melhorar o reduzido desempenho nas práticas de gestão e controlo financeiro das empresas, bem como para combater a debilidade financeira com que muitas organizações se deparam.

Assim, foi desenvolvido neste projeto o modelo de negócios de um FCR vocacionado exclusivamente para o setor vitivinícola, que com um elevado grau de especialização, pretende mitigar parte das debilidades deste setor, e aumentar a sua contribuição para o crescimento da economia portuguesa.

keywords

Private Equity, Wine Sector, Business Model

Abstract

According to several studies, companies that have been participated by private equity firms have superior ratios of profitability and growth, when compared to similar enterprises that have no direct contact with this industry. Thus, it's an alternative and better way of funding the companies' activities, because it combines new equity and management support by experienced and qualified professionals.

These features make private equity funds an adequate solution for the Portuguese wine sector. Although it continues to grow and to positively contribute to the Portuguese trade balance, it's imperative to solve some weaknesses like production atomization, which is a reality in almost the whole territory, poor management practices and financial control, and also financial problems.

Thus, this project has the purpose to develop a business model of a private equity fund that will only invest in companies from the wine sector. This specialization intends to mitigate some of the weaknesses of this sector and increase its contribution to the Portuguese economy growth.

Índice

1	Introdução	11
2	HM Consultores	15
3	Capital de risco	17
3.1	Evolução histórica do Private Equity	18
3.1.1	Indústria do Capital de Risco na Europa	19
3.1.2	Indústria de Capital de Risco em Portugal	20
3.1.2.1	Fundos	21
3.2	Principais características e vantagens face ao endividamento tradicional	23
3.3	Tipos de Fundos de Capital de Risco	25
3.4	Análise Política, Económica, Social e Tecnológica (PEST)	26
3.5	Análise SWOT – Setor Capital de Risco	33
4	Setor Vitivinícola	37
4.1	Análise PEST	39
4.2	Análise SWOT – Setor Vitivinícola	42
5	Orientações estratégicas provenientes das análises SWOT	45
6	Modelo de Negócios do Fundo <i>Decantatio</i>	47
6.1	Enquadramento Legal do Fundo	48
6.2	Duração, Capital do Fundo e Unidades de Participação	49
6.2.1	Regras de Valorimetria e Cálculo das Unidades de Participação	51
6.2.2	Autonomia Patrimonial	51
6.3	Angariação de Capital	52
6.3.1	Equipa de angariação	52
6.3.2	Estratégia de Angariação	52
6.3.3	Participantes no Fundo	53
6.3.3.1	Assembleia de Participantes	54

6.4	Política de Investimento.....	55
6.4.1	<i>Target</i> do Investimento	55
6.4.2	Estratégia de investimento.....	57
6.4.3	Retorno esperado – <i>TIR target</i>	60
6.4.4	Equipa de gestão	60
6.4.5	<i>Due Diligence</i>	61
6.4.6	Avaliação das Empresas.....	62
6.4.7	Código de conduta	62
6.4.8	Conselho Consultivo	63
6.4.9	Comité de Investimentos.....	64
6.5	Política de Distribuição de Rendimentos	64
6.6	Política de Desinvestimento.....	65
6.7	Monitorização do investimento	67
6.8	Encargos.....	67
6.9	Entidade Gestora	68
6.10	Depositário.....	69
7	Conclusão.....	71

Índice de Figuras

Figura 1 - Regiões Vitivinícolas	37
Figura 2 - Organograma das empresas após processo de aquisição	59
Figura 3 – Fases do processo de Investimento	62

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Sociedades Gestoras de Capital de Risco portuguesas e respetivos Fundos de Capital de Risco.....	21
Tabela 2 – Capital de risco vs. Endividamento Tradicional.....	24
Tabela 3 – Identificação de pontos fortes, fracos, oportunidades e ameaças - setor de Capital de Risco português.....	34
Tabela 4 - Análise SWOT - Setor Capital de Risco	35
Tabela 5 – Identificação de pontos fortes, fracos, oportunidades e ameaças – Setor Vitivinícola.....	42
Tabela 6 - Análise SWOT - Setor Vitivinícola	44

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução dos montantes sob gestão	11
Gráfico 2 - Relação entre as fases de desenvolvimento empresarial e os tipos de fundos de capital de risco.....	25
Gráfico 3 - Viagens de Gastronomia e Vinhos - 2005-2011 e previsões (milhões).....	42
Gráfico 4 - Exemplificação do funcionamento do <i>preferred return</i>	65

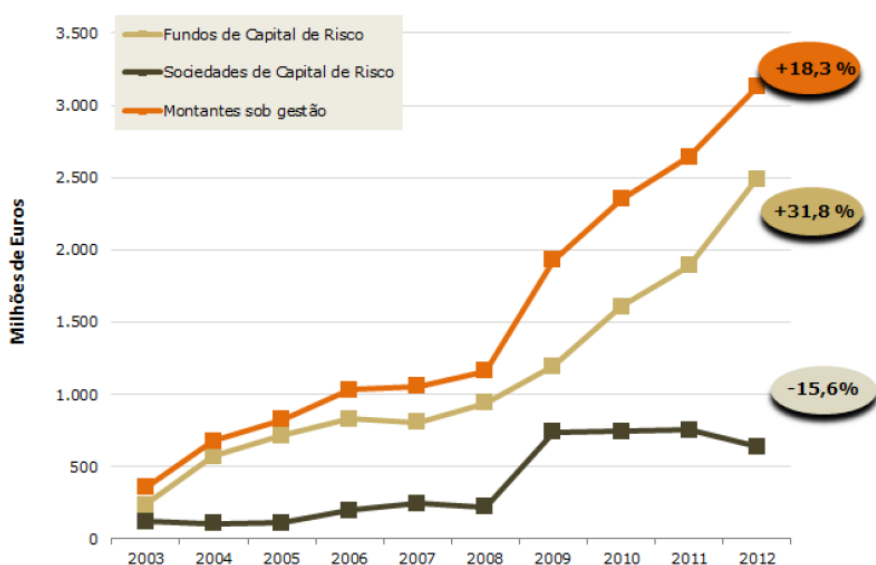
1 Introdução

“Winemakers do what they do best, make great wine, and we do what we do well, aid in running wineries and putting in people to help with the rest.” Peter Kaufman, Co-founder and Managing partner of Bacchus Capital Management.

A indústria do capital de risco tem sido fortemente criticada desde a sua génese, tendo sido colocados em causa os benefícios que aporta ao tecido empresarial. No entanto, diversos estudos e artigos científicos, como os desenvolvidos por Ernest & Young (2007), Bloom et al. (2009), Kaplan e Schoar (2005), Masulis e Thomas (2009) e Cressy et al. (2007), entre muitos outros, têm contribuído para desmistificar esta atividade e comprovar que o seu impacto é positivo a diversos níveis, nomeadamente no aumento da rentabilidade e competitividade das empresas, assim como no aumento dos postos de trabalho a médio e longo prazo, fator crítico no momento atual da economia nacional e global.

Atualmente, com a escassa e fortemente condicionada oferta de financiamento por parte das entidades bancárias e com o aumento do conhecimento financeiro por parte do mercado e dos empresários, a indústria de capital de risco tem visto a sua popularidade aumentar e consequentemente o número de operações concretizadas e os montantes sob gestão, como é possível verificar através da análise do Gráfico 1.

Gráfico 1 - Evolução dos montantes sob gestão



Fonte: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2013)

Em Portugal, os FCR estão maioritariamente vocacionados para operações de expansão sem especialização setorial, já que, não tendo como objetivo a aquisição da maioria do capital, acabam por ter uma participação predominantemente financeira. O setor vitivinícola, ao contrário de outros setores, tem características e especificidades que implicam um conhecimento mais profundo por parte das sociedades gestoras de capital de risco (SCR), carência não colmatada atualmente no mercado português.

A experiência profissional de três anos na HM Consultores, entidade onde se desenvolveu este projeto, permitiu-me contactar com diversos setores de atividade e suas dinâmicas, assim como com diferentes serviços de consultoria. Primando por um ambiente dinâmico e competitivo, a HM Consultores tem uma estratégia assente na excelência e inovação constantes, com o objetivo de satisfazer e fidelizar os seus clientes. Para isso, e tendo consciência que a vantagem competitiva de qualquer organização tem por base as competências dos recursos humanos, incentiva os seus colaboradores a analisar as carências expostas pelas empresas de forma inovadora e definir o serviço ideal para as colmatar, mesmo que essa solução possa ainda não estar no seu leque de serviços.

Assim, através do contacto direto com empresas do setor vitivinícola, apoiada na experiência e conhecimento detido pela HM Consultores sobre as características, debilidades e tendências deste setor, assim como pela existência de uma área de negócios interna que trabalha diretamente com Sociedades de Capital de Risco (SCR), com o objetivo de apresentar uma maior amplitude de alternativas para as necessidades de financiamento dos clientes, tive a ideia de desenvolver um Fundo de Capital de Risco (FCR) vocacionado exclusivamente para o setor vitivinícola. Em conjunto, estas realidades permitiram-me aceder a mais informação sobre a indústria do capital de risco e compreender as mais-valias que a mesma aporta às empresas com as quais trabalha.

A falta de literatura na área do capital de risco direcionada para a realidade portuguesa, em geral, e para o setor vitivinícola, em particular, assim como a falta de FCR especializados neste setor em Portugal e na Europa, juntamente com as suas características e necessidades, permitiu-me concluir que existe uma oportunidade de mercado que pode ser aproveitada com a criação de um FCR, de acordo com o modelo de negócios que foi especificamente desenvolvido neste trabalho.

Este trabalho encontra-se estruturado do seguinte modo. Começa por explicitar o impacto da HM Consultores no seu desenvolvimento, passando depois ao enquadramento da indústria de capital de risco, com uma análise concreta à realidade portuguesa. Segue-se

a análise ao setor vitivinícola português e por fim, o desenvolvimento do modelo de negócios do fundo de capital de risco que a HM Consultores pretende implementar, tendo como base as informações recolhidas sobre o setor do capital de risco e o setor vitivinícola.

Dado o número significativo de termos técnicos associados à indústria de capital de risco que são utilizados ao longo do trabalho, desenvolveu-se um glossário que contém breves explicações de cada um dos referidos conceitos (ver Anexo 1).

2 HM Consultores

Como referido anteriormente, este trabalho resulta de um projeto desenvolvido na empresa HM Consultores.

A HM Consultores – Centro de Estudos Empresariais, Lda., com mais de 27 anos de atividade, tem como principal atividade a prestação de serviços técnicos e de consultoria em áreas fundamentais na gestão de uma organização, tendo como principal objetivo contribuir ativamente para o sucesso das empresas com que trabalha.

Fundada com o propósito de apoiar os empresários na elaboração e acompanhamento técnico de candidaturas aos programas de incentivos dos quadros comunitários nacionais que, sendo compostas desde a sua génese por uma componente económico-financeiro e uma estratégica, sempre exigiram a aplicação de uma panóplia de conhecimentos nas áreas de Gestão, Economia e Engenharia, a empresa tem vindo a expandir o seu âmbito de atuação de forma a proporcionar aos seus clientes um serviço global de qualidade, que contribua para o aumento da sua competitividade, dinamismo, inovação e capacidade exportadora.

Apesar de não impor qualquer restrição aos seus clientes no que concerne ao setor de atividade, dimensão ou localização, a HM Consultores definiu como *target* as pequenas e médias empresas (PME), por serem as organizações que mais apoio técnico necessitam para crescer e prosperar.

Atualmente com cerca de 30 trabalhadores, a HM Consultores tem cinco áreas de negócio, nomeadamente Projetos & Incentivos, Formação Profissional, Sistemas de Gestão, *Marketing* & Vendas e HMBO – *Corporate Finance e Mergers and Acquisitions*. Além das áreas de negócio internas, apresenta já um conceito de grupo, através da ligação à *Leanked Academy*, empresa especialista em consultoria de operações, nomeadamente na aplicação em contexto de mudança operacional das metodologias *Lean* e *Kaizen*.

Ao longo de quase três décadas de atividade ininterrupta e de sucesso, a HM Consultores desenvolveu fortes relações com diversos setores, como é exemplo a sua ligação ao setor vitivinícola, que remonta à sua génese. Além de conhecer a sua história, acompanhou o seu ciclo de vida, nomeadamente a forte dinâmica e expansão, que se traduziu em elevados investimentos não só na modernização da componente produtiva

mas também na aposta em áreas como o *marketing*, *branding*, *design* e exportação, muitos dos quais suportados pelos incentivos disponibilizados pela União Europeia (UE).

Com mais de 60 clientes neste setor, com destaque para a Sogrape, João Portugal Ramos, Luís Pato, Caves Raposeira, Murganheira e Campolargo Vinhos, a HM Consultores teve a possibilidade de aceder a conhecimento privilegiado, não só relativo aos investimentos que se prevêem realizar, mas também às perspetivas futuras decorrentes das tendências dos mercados mundiais, informação obtida através dos principais *players* do mercado nacional, para que as candidaturas aos programas de incentivo dos quadros comunitários fossem sustentadas em dados e previsões sólidas, e como consequência serem selecionadas para receber o respetivo incentivo financeiro. Estando a acompanhar o desenvolvimento deste setor de atividade há mais de duas décadas, a HM Consultores acompanhou também os seus diversos ciclos de investimento, inicialmente mais vocacionados para a modernização e atualmente mais focalizados nas questões de inovação e aumento das exportações.

Tendo sido responsável pela elaboração e acompanhamento de candidaturas a sistemas de incentivo que totalizam mais de 100 milhões de euros de investimento, a HM Consultores acumulou e continua a acumular, através de cada vez mais clientes, um conhecimento inestimável sobre as dinâmicas do setor, ameaças e oportunidades, mas sobretudo necessidades prementes e previsões para o futuro.

3 Capital de risco

O capital de risco ou *private equity* (PE) pode ser definido como uma forma de investimento empresarial, com o objetivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento com fortes reflexos na sua gestão (Instituto de Apoio as Pequenas e Médias Empresas (IAPMEI) e a Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI), 2006) ou como uma opção de investimento no qual investidores privados ou fundos efetuam a aplicação das verbas diretamente em empresas privadas ou realizam aquisições de empresas públicas, sendo a angariação do capital realizada junto de investidores institucionais e privados e utilizado para financiar novas tecnologias, aumento do fundo de maneoio ou fortalecimento do balanço de uma organização e ainda realizar aquisições (Investopedia).

Trata-se de uma técnica, modalidade ou forma de investimento que se caracteriza pela existência de um investidor profissional: aquele que investe em empresas com elevado potencial de crescimento, através da aquisição de participações no capital social de empresas, geralmente participações minoritárias, e sobre valores mobiliários não cotados em mercados organizados, com a expectativa de obter dentro de um horizonte de curto ou médio prazo, mais-valias decorrentes do seu investimento (IAPMEI & APCRI, 2006). Ao contrário das demais alternativas de financiamento, o capital de risco envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas no que diz respeito a garantias, em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vista à sua revenda e à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazo. Dito de outra forma, é uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um elevado grau de risco em troca da perspectiva de um alto retorno no futuro (Pinto, 1997).

O PE tem um modelo de investimento ativo, pois o seu principal objetivo é introduzir melhorias operacionais e financeiras a longo prazo que contribuam para o crescimento sustentável da empresa, já que os investidores são recompensados pelo seu sucesso e não pelos juros do capital investido. Trata-se da única fonte de financiamento que assume o sucesso de negócio como o sucesso do seu próprio investimento (IAPMEI & APCRI, 2006). Por este motivo, o PE é caracterizado pela análise concreta dos projetos apresentados, do seu potencial de crescimento e da relação com o risco.

A indústria europeia de capital de risco tem vindo a alterar-se aceleradamente, apresentando transações e estruturas cada vez mais dinâmicas e sofisticadas. Os novos

modelos do capital de risco baseiam-se num fator chave, a parceria com a indústria, em substituição aos modelos meramente financeiros (Bassi & Grant, 2006).

3.1 Evolução histórica do Private Equity

A indústria do *private equity*, como a conhecemos na atualidade, teve a sua génese nos Estados Unidos da América (EUA), em meados da década de 40 do século XX (Cendrowski et al., 2012). No entanto, é durante a década de 80 que surge a primeira verdadeira vaga de aquisições pela indústria de capital de risco, com Kohlberg Kravis Roberts & Co.¹ a realizar seis operações de *leveraged buyout*, incentivando outros investidores a realizarem operações semelhantes (Hoskisson et al., 2013).

Séculos antes da estruturação atual da atividade de capital de risco, houve épocas fundamentais para o seu surgimento, nomeadamente as primeiras expedições marítimas no século XV, que eram financiadas com expectativa nos lucros decorrentes, e a revolução industrial no século XVIII, onde os mercadores, armadores e os primeiros industriais da tecelagem procuravam apoio financeiro ocasional para os seus projetos, com elevado risco e elevado potencial de rentabilidade, junto de indivíduos abastados (Caetano, 2013). Apesar destes investimentos por parte de famílias abastadas terem passado a ser uma constante, só em 1946 a primeira SCR, denominada de *American Research and Development* (ARD) é fundada. Esta sociedade norte-americana era gerida por profissionais e dedicava-se à realização de investimentos de elevado risco em empresas emergentes, cujos negócios se baseavam em tecnologias desenvolvidas para a guerra. Um dos seus investimentos de maior sucesso foi a *Digital Equipment Corporation*, que em poucos anos valorizou mais de 300 milhões de dólares.

Perante o enorme potencial do projeto, o governo dos EUA criou o *Small Business Act*², que ao gerir um conjunto de benefícios fiscais e créditos bonificados e tendo como funções apoiar, aconselhar, assistir e proteger, dentro do possível, os interesses dos

¹ Fundada em 1976, a Kohlberg Kravis Robert & Co. (KKR &Co.) é uma multinacional americana de capital de risco especializada em operações de *leveraged buyout*, que investe e gere fundos de capital de risco. Desde a sua fundação, a KKR & Co. foi responsável por transações financeiras no valor de 400 mil milhões de dólares, tendo sido pioneira nas operações de *leveraged buyout*.

² Através do *Small Business Act* de 30 de Julho de 1953, o parlamento permitiu que empresas conhecidas, como a Companhia de Investimento em Pequenos Negócios, obtivessem empréstimos a taxas inferiores às praticadas pelo mercado para investirem em novas empresas. Em 1958, através do *Small Business Investment Company (SBIC) Program*, passou-se a licenciar, regular e ajudar a fornecer fundos para a atividade das empresas de capital de risco que realizavam investimentos de alto risco em pequenas empresas. A criação do *SBIC Program* resultou de um estudo desenvolvido que concluiu que as pequenas empresas não conseguiam obter o crédito suficiente para acompanhar o desenvolvimento tecnológico.

pequenos negócios, permitiu o desenvolvimento da indústria do capital de risco (Bail Jr., 2009).

3.1.1 Indústria do Capital de Risco na Europa

Comparativamente com os EUA, na Europa este setor é bem mais recente, pelo que grande parte das suas definições e características se baseiam na realidade norte-americana, onde esta indústria conheceu o seu verdadeiro nascimento e desenvolvimento. Enquanto nos EUA estão bem definidas e delimitadas duas formas principais de investimento em capital de risco, o *private equity*, quando o investimento é aplicado na aquisição de participações de empresas já existentes, independentemente da sua dimensão, e com pouca ou nenhuma intervenção a nível da gestão e administração, e o *venture capital*, quando o investimento é realizado em pequenas empresas ou em *start-ups*, onde o investidor acompanha de perto a gestão empresarial, na Europa o *private equity* engloba todo o setor de capital de risco.

No estudo que realizou sobre o impacto da atividade da indústria de capital de risco nas empresas e trabalhadores europeus, Watt (2008) refere algumas das adversidades ultrapassadas por esta indústria na Europa, nomeadamente as campanhas de protesto contra esta atividade, suportadas no alegado impacto negativo nos postos de trabalho e respetivos salários, com o objetivo de gerar receitas superiores para os detentores de capital. Outras preocupações centravam-se no aumento do risco de insolvência, ao nível microeconómico e de instabilidade financeira, ao nível macroeconómico, resultante da excessiva alavancagem financeira, na focalização em objetivos de curto prazo, que poria em causa o crescimento sustentado das empresas ou ainda a existência de conflitos de agência e abusos de mercado.

A verdade é que grande parte dos impactos negativos atribuídos à atividade de capital de risco foram dissipados, nomeadamente pelo estudo efetuado pela Ernest & Young (2007), que comprova que as empresas detidas por FCR apresentam taxas de crescimento superiores a empresas similares sem qualquer ligação a esta indústria e taxas de emprego semelhantes ou superiores, conclusão também defendida por Neus e Walz (2005). Bloom et al. (2009) demonstra ainda que empresas detidas por capitais próprios privados apresentam melhores práticas de gestão do que empresas com qualquer outra forma de titularidade.

De acordo com Serekatis (2013), a atividade de capital de risco na Europa tem vindo a evoluir, tendo conseguido ultrapassar os EUA em termos de montantes transacionados

no período de 2000-2004 devido a uma combinação de diversos fatores, como é exemplo a introdução do Euro, o desenvolvimento do mercado comum, que facilita o processo de aquisição entre diferentes países, e ainda a elevada liquidez existente no sistema financeiro europeu. Em 2008, este setor atingiu um pico no seu crescimento, angariando mais de 69 mil milhões de euros, começando a ser considerado como uma fonte de financiamento alternativo aos mercados públicos (Payne, 2011).

Payne (2011) refere ainda que, apesar da crise que assolou a economia mundial em 2008 ter tido um impacto negativo nos resultados da atividade de capital de risco, este setor continuará a desempenhar um papel fundamental nos mercados de capitais, sendo no entanto necessária a sua reestruturação, nomeadamente na componente da alavancagem financeira que a tem caracterizado. Por este motivo, a Comissão Europeia definiu como prioridade a regulamentação e harmonização desta atividade, que acabou por se concretizar através da diretiva *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFM).

Atualmente, o clima na Europa é extremamente favorável ao crescimento da atividade de capital de risco, não só devido à disponibilização de verbas comunitárias para a criação destes fundos, com o objetivo de reduzir a dificuldade de obtenção de financiamento por parte das Empresas, como também devido às mudanças estruturais que alguns países europeus têm sido obrigados a realizar por forma a aumentar a sua competitividade. Entre estas mudanças encontra-se a flexibilização da legislação laboral, que devido à recorrente reestruturação da estrutura de recursos humanos ocorrida nestas operações, terá um impacto significativo no seu sucesso. Tal como foi referido por Bozkaya and Kerr (2009), a legislação laboral rígida está associada a um baixo nível de investimentos da indústria de capital de risco.

3.1.2 Indústria de Capital de Risco em Portugal

Em Portugal, a atividade relacionada com o capital de risco foi formalmente introduzida em 1986, com a publicação do Decreto-Lei n.º 17/86, de 5 de Fevereiro, que estabeleceu o enquadramento legal das SCR, com o objetivo de promover o investimento produtivo financiado por capitais próprios (Caetano, 2013).

À semelhança do que aconteceu na Europa, esta indústria teve um crescimento positivo no final da década de 90 devido aos desafios colocados às empresas como resultado do mercado comum, nomeadamente a necessidade de reestruturação, modernização e expansão internacional, situação que proporcionou às SCR oportunidades únicas para

entrarem no capital social das PME. Apesar do elevado crescimento decorrido na primeira década do século XXI, a expressão dos investimentos realizados em capital de risco no Produto Interno Bruto (PIB) português continuou a ser inferior a metade do verificado na Europa em 2008.

A partir desta data, que marca o início da crise internacional, a dinâmica deste setor no mercado português aumentou exponencialmente, tendo vindo a contribuir para o crescimento e recuperação de muitas empresas e consequentemente para o crescimento e aumento da riqueza de Portugal.

3.1.2.1 Fundos

Com a indústria de capital de risco a ganhar visibilidade e preponderância no mercado português, os montantes sob gestão têm vindo a registar um aumento significativo. Segundo a CMVM (2013), o dinamismo desta indústria deveu-se essencialmente aos FCR (ver Gráfico 1), nomeadamente ao lançamento de fundos de reestruturação financeira e não à atividade das SCR, situação que permite concluir que a gestão dos FCR tem sido transferida para outras entidades, como são exemplo os bancos de investimento.

Em Portugal, os principais operadores na indústria de capital de risco detêm fundos maioritariamente generalistas, vocacionados para operações de *seed*, *start-up* e crescimento ou expansão, faltando uma especialização setorial, como é possível verificar através da análise da Tabela 1.

Tabela 1 - Sociedades Gestoras de Capital de Risco portuguesas e respetivos Fundos de Capital de Risco

Sociedade de Capital de Risco	Fundo de Capital de Risco
Caixa Capital	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Caixa Crescimento</u> (150M€) – fundo generalista de expansão; ▪ <u>Caixa Fundo</u> (200M€) – fundo generalista de investimento indireto; ▪ <u>Empreender Mais</u> (25M€) – Fundo de <i>early-stage</i> e <i>start-ups</i> para os setores de <i>IT&Web</i>, <i>Medical Devices</i>, <i>Cleantech</i> e <i>Lifesciences</i>. ▪ <u>FCR Grupo CGD</u> (370M€) – fundo generalista de expansão e <i>buy-outs</i>.

Sociedade de Capital de Risco	Fundo de Capital de Risco
Capital Criativo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Capital Criativo I</u> ³ (20.5M€) - fundo generalista de expansão para empresas sediadas nas regiões Norte, Centro e Alentejo; ▪ <u>Revitalizar Sul</u> ³ (60M€) – fundo generalista de expansão para empresas sediadas nas regiões Lisboa, Alentejo e Algarve.
ECS	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Albuquerque</u> (150M€) - fundo generalista de expansão; ▪ <u>Recuperação</u> – fundo generalista de reestruturação; ▪ <u>Recuperação Turismo</u> – fundo de reestruturação para empresas que operem no setor do turismo, lazer e imobiliário.
Espírito Santo Capital	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Espírito Santo Infrastructure I</u> (96M€) – fundo de expansão para empresas do setor das energias renováveis e infra-estruturas sociais e de transporte; ▪ <u>Iberia I</u> – Sem informação disponível; ▪ <u>PME/BES</u> (25M€) - Sem informação disponível.
Explorer Investments	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Revitalizar Norte</u> ³ (80M€) - fundo generalista de expansão para empresas sediadas na região Norte; ▪ <u>Explorer III</u> (480M€) - fundo generalista de desenvolvimento, expansão ou reestruturação.
Oxy Capital	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Revitalizar Centro</u> ³ (80M€) - fundo generalista de expansão para empresas sediadas na região Centro; ▪ <u>Mezzanine</u> (em fase de angariação de capital)
Portugal Capital Ventures	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 25 fundos (450M€) que operam nos mais diversos setores de atividade, nas fases de <i>seed</i>, <i>start-up</i>, crescimento, etc.

³ Sendo fundos participados pelo FINOVA, têm de cumprir a política de investimento definida por este organismo, nomeadamente em termos setoriais, tipos de operação e volume de investimento máximo.

Sociedade de Capital de Risco	Fundo de Capital de Risco
Inter-Risco	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Inter-Risco II</u> (81.5M€) - fundo generalista vocacionado para operações de <i>buyout</i>, <i>build-up</i> e expansão; ▪ <u>Inter-Risco II CI</u> (30.5M€) – fundo generalista, criado para realizar investimentos e desinvestimentos em paralelo com o Fundo Inter-Risco II.
Pathena	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Pathena</u> (50M€) – fundo para <i>late early-stages</i> e expansão no setor dos sistemas de informação.

Fonte: Baseado nas informações constantes nos *sites* das SCR mencionadas

3.2 Principais características e vantagens face ao endividamento tradicional

O capital de risco apresenta um conjunto de vantagens face às fontes de financiamento tradicionais, como é possível comprovar-se através da análise da Tabela 2.

De acordo com Emrich (2005), as empresas financiadas por SCR beneficiam dos efeitos da sua reputação, o que contribui diretamente para o seu crescimento. Já o IAPMEI & APCRI (2006) revelam que recorrer ao Capital de Risco permite encontrar um parceiro de negócio, cujos resultados estão integralmente dependentes do sucesso da empresa e dos seus resultados. Por este motivo, o trabalho desenvolvido pela *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), no sentido de que o capital privado seja compreendido pelo que é e pelo que faz - constrói empresas melhores e mais fortes, encoraja a inovação e o crescimento - é fundamental (Caetano, 2013), pois conferirá aos empresários maior conhecimento sobre esta realidade e consequentemente dar-lhes-á a possibilidade de selecionar a opção mais vantajosa para as suas organizações.

Tabela 2 – Capital de risco vs. Endividamento Tradicional

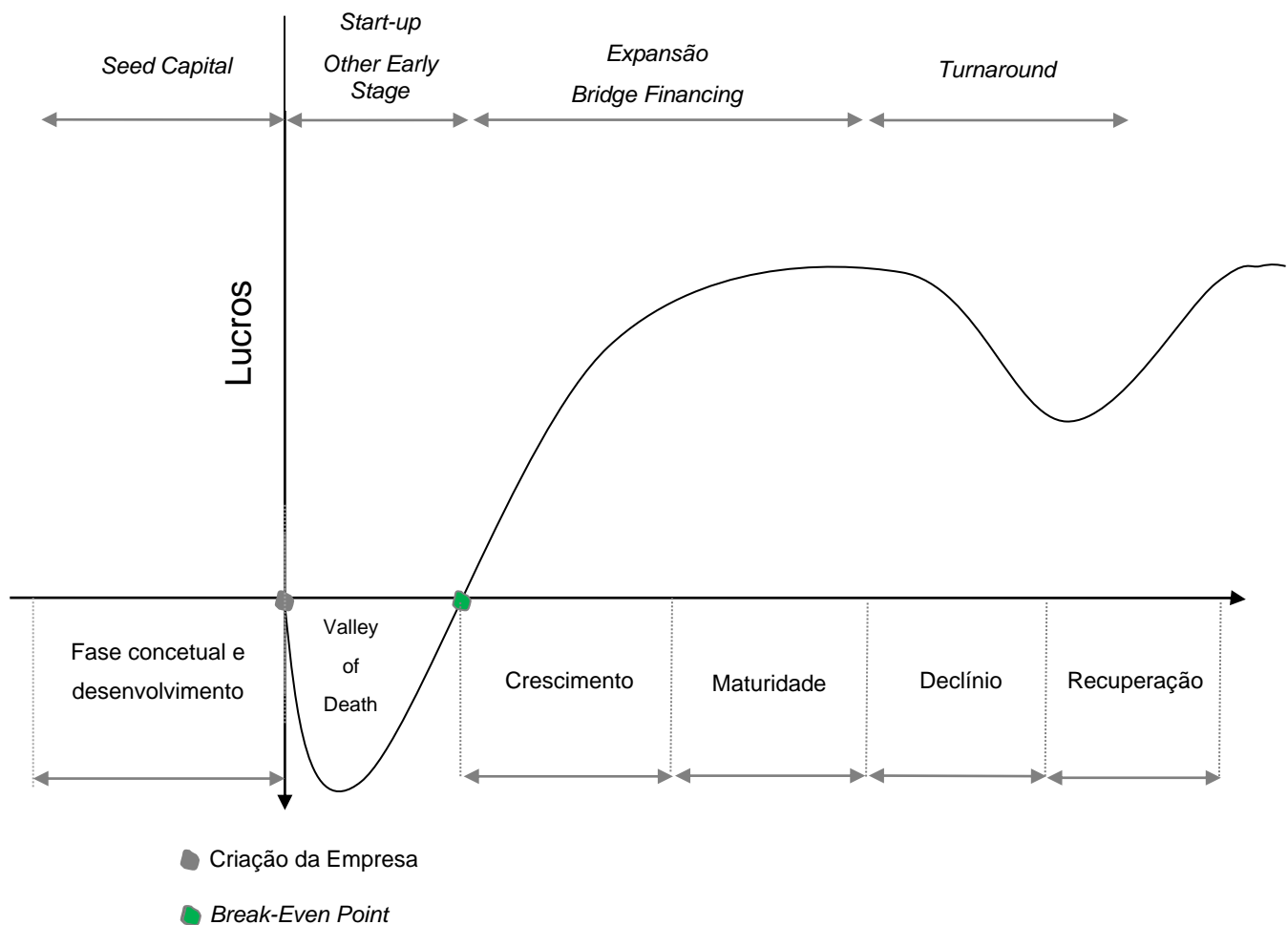
	Capital de Risco	Endividamento Tradicional
Rendimentos	<p><u>Investidores</u>: dividendos e ganhos decorrentes da venda da participação ou desinvestimentos, logo dependentes dos resultados do negócio</p> <p><u>Sociedades de Capital de Risco</u>: comissões de gestão e comissão de subscrição e comissão de desempenho (<i>carried interest</i>)</p> <p><u>Fundos de Capital de Risco</u>: rendas, ganhos de capital associados à valorização da empresa e benefícios fiscais</p>	Juro e reembolso de capital, independente da situação financeira da empresa (definição de um plano de pagamentos)
Decisão de investimento	Realizada após processo de <i>due diligence</i> , no qual é avaliado o potencial de crescimento e valorização do negócio.	Através da avaliação do risco de solvabilidade da empresa e exigência de garantias patrimoniais
Duração	Médio a longo prazo (entre 5 a 10 anos)	Qualquer prazo
Apoio à gestão	Implementação de soluções profissionais e desenvolvimento de estratégias de eficiência transversais a toda a organização.	N/A
Equipa técnica	Profissionais com experiência na área operacional e financeira. Rede de contactos e parcerias, que permitem apresentar uma solução de financiamento global ao cliente, bem como aceder a importante network ao nível de parcerias, acesso a canais de distribuição, etc.	N/A
Custos de agência	Minimizado com a intervenção do <i>private equity</i> pois existe um alinhamento dos interesses da gestão com a administração.	Não podendo intervir na gestão da empresa, os credores ficam sujeitos às consequências dos custos de agência.

Fonte: Elaboração Própria

3.3 Tipos de Fundos de Capital de Risco

Os diferentes tipos de fundos de capital de risco refletem a fase de desenvolvimento empresarial em que o investimento é realizado, sendo que nem todos os tipos de fundos são utilizados em território nacional.

Gráfico 2 - Relação entre as fases de desenvolvimento empresarial e os tipos de fundos de capital de risco



Fonte: Elaboração Própria

O Gráfico 2 permite concluir que a escolha do fundo de capital de risco depende da fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra. Esta opção terá influência na estratégia política de investimento do fundo, assim como no risco e rentabilidades esperadas, duração do investimento e forma de desinvestimento.

3.4 Análise Política, Económica, Social e Tecnológica (PEST)

Kotler & Kotler (1998) define a análise PEST como uma ferramenta estratégica essencial para a compreensão do mercado, posicionamento da empresa e potencial das operações, pois permite obter uma visão alargada do contexto em que a Empresa ou indústria em análise se inserem, dos atuais ou potenciais fatores que poderão influenciar os objetivos definidos no planeamento estratégico, nas vertentes política, económica, social e tecnológica (Office & Murray-Webster, 2010). O levantamento de todos os fatores críticos que poderão alterar a envolvente estratégica da empresa é realizado através da análise PEST (Johnson et al., 2008). A imagem externa de um país é apenas um de muitos fatores que podem influenciar a sua competitividade.

No estudo que faz sobre a avaliação das consequências da instabilidade política e económica na imagem externa de Portugal, Pacheco (2012) define que a imagem de um país é considerada o seu ativo mais valioso, que facilita a captação de investimentos, as exportações de produtos e serviços e ajuda a captar a preferência de turistas. Permite atrair os melhores recursos humanos ou criar oportunidades para o seu capital humano que investe numa carreira internacional, determinando também o custo do seu financiamento externo.

Ao analisar a evolução de Portugal, embora se possa considerar que houve, durante a década de 90, períodos de elevado progresso e crescimento, onde o PIB, por exemplo, correspondia a 66% da média europeia, concluímos que o país esteve sempre aquém do crescimento e desenvolvimento dos restantes países da UE (Costa, 2014).

A vantagem competitiva portuguesa baseada na produção de baixo custo, em detrimento de elevado valor acrescentado, tornou o país vulnerável à concorrência emergente dos países asiáticos e da Europa de leste. A crise de 2008-2009, com consequências críticas a diversos níveis, como o aumento da taxa de desemprego, défice orçamental, reduzida taxa de exportações ou baixo investimento direto estrangeiro, obrigou à intervenção da comunidade europeia e à aprovação de um conjunto de medidas de austeridade que apesar de pretenderem relançar a competitividade do país, criaram consequências desastrosas a curto prazo para as economias mais frágeis, nomeadamente o caso da economia portuguesa, como se pode observar pela redução da qualidade de vida da população e pelas elevadas desigualdades sociais, que provocam greves gerais e manifestações que custam ao estado português milhões de euros (Rodrigues, 2012).

De seguida, é feita uma breve análise de cada uma das dimensões da análise PEST.

▪ Político

“A estabilidade política e económica são fatores avaliados pelos mercados sob a forma de classificações designadas “ratings” que cunham imagens aos países.” (Pacheco, 2012, p.8).

“A estabilidade política favorece o desenvolvimento económico e a estabilidade da economia contribui para a longevidade dos governos. A instabilidade produz o efeito contrário.” (Pacheco, 2012, p.11).

O poder político em Portugal mantém-se, de um modo geral, dividido entre os dois principais partidos portugueses que, de forma intermitente, assumem a direção do país. Com objetivos e estratégias distintas, a mudança no poder tem sido sinónimo de alterações às decisões anteriormente tomadas e não de continuidade das mesmas, dificultando o crescimento e desenvolvimento sustentado do país. Estas alterações contribuem para o aumento do risco e redução da atratividade do país e consequentemente redução do investimento estrangeiro, nomeadamente no capital das empresas.

Embora o programa de resgate definido pela *Troika* tenha sido executado com sucesso, segundo inúmeros *rankings* internacionais, Portugal continua menos competitivo que no início da crise. As exigentes medidas implementadas, cujos principais objetivos eram, entre outros, flexibilizar a legislação laboral portuguesa e reduzir custos de trabalho, como o congelamento das pensões e salários, o corte nos benefícios dos desempregados, a alteração da idade da reforma e a eliminação dos benefícios da função pública, contribuíram para a redução dos custos do trabalho por unidade produzida e consequentemente para o aumento dos níveis de produtividade exigidos e resultados obtidos pelas organizações. No entanto, e apesar das exportações nacionais terem tido um bom desempenho nos últimos três anos, o crescimento sentido entre 2011 e 2013 está bastante aquém do registado no período compreendido entre 2006 e 2008, e os ganhos de quota de mercado externo têm vindo a diminuir.

Por outro lado, o lançamento de inúmeros programas de apoio ao investimento comprova a intenção de aumentar a atratividade de Portugal para o investimento estrangeiro e criar condições favoráveis ao desenvolvimento das empresas portuguesas. Exemplos concretos são o programa Impulso Jovem, vocacionado para o apoio à contratação de jovens e empreendedorismo e o programa Revitalizar, que embora na prática não esteja

direcionado para a revitalização e recapitalização de empresas, apoia projetos de crescimento e expansão empresarial. Seguindo diretrizes da UE, o Quadro Estratégico Comum (2014-2020) incluirá programas de incentivo ao investimento para a grande maioria dos setores de atividade, para as áreas de investigação e desenvolvimento tecnológico, inovação e internacionalização e voltarão a existir programas de apoio ao financiamento, sendo o Programa para a Competitividade das Empresas e das PME (COSME) o substituto do Programa Quadro para a Competitividade e Inovação (CIP), que através de intermediários financeiros, como bancos ou fundos de *private equity*, conseguem alcançar um maior número de beneficiários.

As diretrizes definidas no Orçamento do Estado de 2014 vêm confirmar o empenho dos dirigentes portugueses em aumentar a competitividade das empresas, nomeadamente através da criação de condições mais favoráveis ao aparecimento de fontes de financiamento alternativas que ofereçam condições mais vantajosas que o tradicional crédito bancário. A partir de 2014, e tal como já acontece nos principais mercados financeiros, a taxa de imposto não recairá sobre o fundo mas diretamente sobre os rendimentos obtidos pelos investidores a uma taxa fixa, à semelhança do que acontece com os restantes rendimentos de capital. *“Os fundos nacionais passam a poder competir com os seus pares estrangeiros...Assim, os fundos geridos em Portugal e que tenham boas performances passam a estar “no radar” de qualquer investidor/seletor de fundos europeus”*⁴.

Vão ainda ser efetuadas um conjunto de alterações ao Regime Fiscal dos Organismos de Investimento Coletivo, nomeadamente a criação de uma taxa mínima de distribuição anual e a criação de um regime transitório que permita a alteração de fundos de investimento para sociedades de investimento.

A transposição da diretiva AIFM para Portugal, que deveria ter ocorrido a 22 de julho de 2013, terá impactos significativos na atividade de capital de risco, por exemplo ao nível da política de remunerações. O atraso na transposição, *“...além de negativo para a imagem externa do sistema financeiro nacional, determina uma situação assimétrica e danosa para o mercado. Com efeito, a não transposição da diretiva expõe os operadores*

⁴ <http://www.fundspeople.pt/noticias/o-que-vai-mudar-em-2014-com-o-oe-73577>

nacionais aos concorrentes europeus estrangeiros; mas não faculta o passaporte europeu aos operadores nacionais.”⁵

Por outro lado, a introdução do Simplex reduziu as burocracias necessárias à criação de uma empresa, permitindo que o processo fique completo em cinco etapas a desenvolverem-se num período de cinco dias. Em conjunto com o Simplex, a redução do capital inicial necessário para a criação de uma empresa, contribui para o aumento do empreendedorismo e do número de empresas criadas. De acordo com o estudo desenvolvido pelo Programa Operacional Fatores de Competitividade (COMPETE) (2012), Portugal encontra-se entre os países com maior taxa de criação de empresas. No entanto, este rácio poderia ser superior se a carga fiscal portuguesa, uma das mais elevadas da UE, fosse mais reduzida, já que os impostos elevados têm o efeito negativo no empreendedorismo, aumentando o risco associado à criação da própria empresa.

Importa realçar o esforço em desenvolver parcerias com diversos países, nomeadamente países de língua portuguesa, que contribuam para o crescimento das exportações e aumento das oportunidades de crescimento das empresas portuguesas, numa fase em que ambas as economias europeia e americana estão, aparentemente, em recuperação.

▪ Económico

Atualmente, apesar de Portugal se encontrar na fase de recuperação da crise de 2008-2009, apresenta ainda um défice orçamental de 4,9% ⁶ e um PIB bastante inferior à média europeia.

A elevada taxa de desemprego, que apesar da evolução positiva (atualmente cerca de 14%) continua a ser elevada quando comparada à média da UE⁷, a falta de qualificações da maioria da população e a legislação laboral ainda pouco flexível contribuem para a baixa competitividade do país e focalização em atividades de baixo valor acrescentado.

Por outro lado, e apesar do *rating* atribuído a Portugal por diversas agências como a *Standard & Poor's* ⁸, se manter em BB, segundo nível de “lixo”, a agência melhorou a sua

⁵ <http://www.fundspeople.pt/noticias/o-impacto-da-aifmd-na-atividade-dos-fundos-de-investimento-72360>

⁶ <http://www.portugal.gov.pt/pt/mantenha-se-atualizado/20140331-defice.aspx>

⁷ http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=4098996

⁸ http://economico.sapo.pt/noticias/sp-melhora-perspectiva-de-portugal-para-estavel_192885.html

expectativa de negativa para estável, devido ao desempenho económico e orçamental de Portugal, nomeadamente o cumprimento dos compromissos fundamentais do programa de ajustamento sem recorrer ao programa cautelar. No entanto, a melhoria do *rating* está dependente da implementação das reformas estruturais pós-troika, da melhoria efetiva do potencial de crescimento da economia, da melhoria das condições de crédito e do impacto que estas medidas venham a ter na capacidade do setor privado diminuir o seu grau de endividamento.

Apesar da avaliação positiva e da previsão de crescimento do PIB português para os anos de 2014 e 2015, os investidores continuam receosos, levando ao aumento do risco de Portugal e em consequência ao aumento das taxas de juro da dívida pública.

Sendo diretamente afetado por estas apreciações, o setor bancário português não tem conseguido responder às necessidades de financiamento das empresas, que acabam por encerrar ou optar por fontes de financiamento alternativas, como é o caso do capital de risco.

A aposta no setor das energias renováveis, visível através de inúmeras medidas, como o lançamento de programas de apoio direcionados exclusivamente à aquisição de equipamentos, como painéis solares, teve impactos positivos na economia portuguesa, através da criação de mais de 5.000 postos de trabalho diretos e indiretos, e cumprimento das metas definidas na percentagem de eletricidade produzida através de energias alternativas. Se por um lado o aumento dos impostos da área ambiental e respetivas receitas têm vindo a aumentar e a contribuir para o desenvolvimento de programas ambientais, a consolidação fiscal trará inúmeros desafios, nomeadamente na implementação de diversas reformas.

▪ Social

*“O Estado social é o alicerce n.º1 da cultura europeia.”*⁹

A qualidade de vida da população portuguesa, apesar de nunca atingir a média europeia, tem vindo a degradar-se com as constantes medidas de austeridades impostas pela *Troika*. A redução dos custos com os serviços públicos, nomeadamente a Segurança Social e o serviço nacional de saúde, tem criado forte descontentamento junto da maioria

⁹ http://www.jn.pt/Domingo/Interior.aspx?content_id=1665901

da população. Esta situação despoletou algumas greves com fortes impactos não só ao nível social, mas também económico.

Com o aumento dos desempregados e envelhecimento da população, o estado social está em crise, já que a população em idade ativa não é suficiente para suportar os custos inerentes a este tipo de estrutura organizacional. A taxa de natalidade é das mais baixas de Europa, em contraste com a percentagem da população com mais de 65 anos, que tem vindo a aumentar, atingindo cerca de 19% em 2011 (Instituto Nacional de Estatística, 2011).

O aumento da idade da reforma e redução do montante máximo das pensões são algumas das medidas propostas para evitar o colapso do Estado social. É importante não esquecer que, não conseguindo suportar o pagamento da totalidade das pensões, é fundamental reduzir as deduções obrigatórias para a segurança social de modo a permitir que a população poupe autonomamente.

Portugal, à semelhança dos países em desenvolvimento, fomenta as diferenças sociais, com os gestores de topo a receberem vencimentos e bónus esmagadoramente superiores a outros países europeus com níveis de desenvolvimento superiores, como é o caso da Alemanha, e por outro lado ter dos salários mínimos mais baixos da Europa. O coeficiente de Gini¹⁰ espelha esta realidade, registando 34,5% em Portugal, em contraste com a média europeia de 30,5%, no ano de 2013¹¹.

A base de qualquer nação desenvolvida é a população altamente qualificada e a criação de ambientes favoráveis à investigação, desenvolvimento e inovação, falha crítica em Portugal, cuja população é considerada das menos formadas da UE. Reprovações contínuas, inadequabilidade dos conteúdos programáticos e iliteracia são alguns dos problemas estruturais do sistema educativo português que peca pela falta de relação entre a formação disponibilizada nas escolas e os conhecimentos necessários ao exercício das diversas profissões. A falta de formação técnica tornou-se uma suscetibilidade em fase de crise, já que as competências adquiridas neste tipo de formação em conjunto com experiência são essenciais para garantir serviços e produtos de elevada qualidade.

¹⁰ Método para calcular a distribuição de rendimentos da população de um país. Este coeficiente varia entre 0 (equidade perfeita) e 1 (iniquidade perfeita) baseando-se no rendimento líquido da população, permitindo definir-se o fosso entre ricos e pobres.

¹¹ <http://www.pordata.pt/Europa/Indice+de+Gini-1541>

Apesar de toda a precaridade que envolve o sistema social português, tem havido uma preocupação em melhorar a qualidade das plataformas *online* dos serviços públicos, que têm contribuído para simplificar o quotidiano da população, favorecer a atividade empresarial e aumentar a disponibilidade e qualidade dos serviços, assim como a sua transparência e eficiência.

É também de salutar os excelentes resultados no *human development index* (HDI)¹², bastante superior quando comparados com outros países do mundo, e no *gender inequality index* (GII)¹³.

▪ Tecnológico

Não tendo uma base educacional sustentada em áreas de investigação, tecnologias de informação, *design*, etc., Portugal não tem qualquer vantagem competitiva em relação a outros países europeus nestes domínios. O baixo investimento em investigação e desenvolvimento (Silva, 2013) em conjunto com os baixos níveis de escolaridade comprovam a carência de uma cultura de inovação, que dificulta as perspetivas científicas do país. Importa realçar que, segundo dos dados publicados pela Associação Empresarial para a Inovação (COTEC, 2014), o investimento que está a ser realizado em inovação não está a ter o impacto desejado nos resultados económicos e sociais ou seja, falta capacidade de concretização e transformação do potencial de inovação em resultados concretos com impacto económico-social. Significa isto que Portugal apresenta uma fraca capacidade exportadora de bens de alta tecnologia, apresentando uma excessiva concentração das exportações num número reduzido de empresas, assim como uma diminuta criação de postos de trabalho em setores de média e alta tecnologia e em serviços de conhecimento intensivo.

Apesar dos resultados menos bons, o governo português continua a acreditar que a inovação é a base para o aumento da competitividade de Portugal no mercado global e, conseqüentemente, a “chave” para o término da crise.

A Internet, além de ter contribuído fortemente para o desenvolvimento da sociedade como hoje a conhecemos, permitiu o desenvolvimento de novos modelos de negócio que se traduzem em oportunidades para as empresas, criação de novo conhecimento e

¹² Ferramenta desenvolvida pelas Nações Unidas com o objetivo de medir e hierarquizar países consoante o seu desenvolvimento socioeconómico.

¹³ Índice que analisa as desigualdades entre géneros.

desenvolvimento de *clusters* tecnológicos. A COTEC (2014), através do Barómetro da Inovação, concluiu que Portugal surge melhor posicionado quando comparado com os restantes países da UE na vertente de Tecnologias de Informação e Comunicação, por exemplo, no critério de subscritores de banda larga por 100 habitantes ou acesso de Internet de banda larga por empresas.

Como em praticamente todas as áreas, os principais riscos associados à área tecnológica permanecem no elevado investimento que está a ser realizado por economias em forte desenvolvimento na Ásia e Leste Europeu, que contribuem para a redução da vantagem associada às propostas oferecidas por Portugal, baseadas no baixo custo.

3.5 Análise SWOT – Setor Capital de Risco

Segundo Magretta (2013) a análise SWOT é uma análise simples e amplamente utilizada, desenvolvida para apoiar o planeamento estratégico. É também definida como um modelo para relacionar os pontos fracos e fortes da organização com as principais tendências do seu meio envolvente, com o objetivo de gerar medidas alternativas para lidar com as oportunidades e ameaças identificadas. De acordo com Rodrigues et al. (2005), quando os pontos fortes de uma organização estão alinhados com os fatores críticos de sucesso para satisfazer as oportunidades de mercado, a empresa tem tudo para ser competitiva a longo prazo.

A identificação dos pontos fortes, pontos fracos, oportunidades e ameaças que o setor do capital de risco enfrenta no mercado português (ver Tabela 3), serve de base à definição de medidas que podem contribuir para a redução dos pontos fracos e as ameaças e aproveitamento das oportunidades através dos seus pontos fortes (ver Tabela 4).

Tabela 3 – Identificação de pontos fortes, fracos, oportunidades e ameaças - setor de Capital de Risco português

Pontos Fortes	Pontos Fracos
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Evolução positiva do setor de capital de risco em Portugal; ▪ Elevada rentabilidade do investimento; ▪ Aumento do número de operadores de capital de risco e dos montantes sob gestão; ▪ Competência e experiência das equipas de gestão dos FCR portugueses; ▪ Aumento do <i>portfolio</i> de operações concluídas com sucesso. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dificuldade de acesso ao capital de risco; ▪ Reduzida oferta de fundos para operações em <i>start-ups</i> e de <i>turnaround</i>; ▪ Menor apetência para financiamento de projetos tecnologicamente mais avançados – corresponde a menos de 10% da totalidade dos montantes investidos; ▪ Peso do investimento em capital de risco inferior ao limiar médio da UE; ▪ Falta de especialização setorial e regional.
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Novo quadro comunitário – aposta em fontes de financiamento alternativos, como é exemplo o capital de risco, na vertente de <i>seed capital</i> e <i>start-up</i>, assim como a investimentos empresariais; ▪ Aposta da Europa e de Portugal em novos mecanismos de engenharia financeira; ▪ Elevada taxa de criação de empresas em Portugal; ▪ Aplicação da diretiva AIFM ao mercado português; ▪ Alteração da aplicação das taxas de impostos nos fundos de investimento – Orçamento de Estado (OE) 2014; ▪ Flexibilização do mercado de trabalho; ▪ Produtos de qualidade e empresas com capacidade produtiva – unidades produtivas modernas fruto de elevado investimento; ▪ Debilidade financeira e de <i>marketing</i> que obriga empresários a analisarem outras fontes de financiamento – más condições de crédito. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vantagem comparativa dos países onde já foi aplicada a diretiva AIFM; ▪ Fraca capitalização das PME's; ▪ <i>Rating</i> BB atribuído pela S&P pode aumentar o receio dos investidores; ▪ Elevada burocracia fiscal; ▪ Mercado financeiro conservador, que apoia de forma restrita o financiamento para inovação e expansão de PME's; ▪ Elevada emigração – jovens com elevadas qualificações tendem a emigrar para países que oferecem melhores condições de vida; ▪ Fraca profissionalização da gestão; ▪ Visão tradicionalista dos empresários sobre o negócio e estrutura empresarial familiar que dificulta a abertura de capital a novos investidores; ▪ Falta de conhecimento dos empresários portugueses sobre fundos de capital de risco; ▪ Reduzido retorno dos investimentos realizados em I&DT e Inovação.

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 4 - Análise SWOT - Setor Capital de Risco

	Oportunidades	Ameaças
Pontos Fortes	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aumento do investimento em empresas com elevada capacidade produtiva e inovadora e com produtos de qualidade, assim como nas muitas empresas criadas anualmente, devido ao aumento dos montantes sob gestão; ▪ Maior descentralização dos montantes de gestão e maior aproveitamento dos incentivos da UE direcionados para a criação de FCR devido ao aumento do número de operadores de capital de risco em Portugal; ▪ Resolução dos problemas financeiros das empresas através da injeção de capital e da competência e experiência das equipas de gestão. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aumento da profissionalização da gestão e melhoria dos resultados das Empresas através da experiência e competência das equipas de gestão dos FCR; ▪ Impacto ao nível operacional da atividade de capital de risco, contribuindo para o aumento da eficácia dos investimentos realizados em I&DT e Inovação; ▪ Aumento da confiança dos empresários portugueses na indústria de capital de risco e consequentemente a sua recetividade a esta atividade devido ao aumento constante de operações concluídas com sucesso aumenta; ▪ Evolução positiva do setor de capital de risco português permite contrariar o receio dos investidores em apostarem no mercado português;
Pontos Fracos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aumento dos fundos de capital de risco vocacionados para <i>seed capital</i> e start-ups, nomeadamente de projetos tecnologicamente mais avançados, através do aumento dos incentivos do quadro comunitário nacional e dos programas de incentivo europeus; ▪ Debilidade financeira atual aumenta a abertura dos empresários a fonte de financiamentos alternativos, contribuindo para o aumento do investimento realizado pelo capital de risco; ▪ A aplicação da diretiva AIFM aumentará a competitividade do setor do capital de risco português; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Oferta reduzida de fundos para operações em <i>start-ups</i> e de <i>turnaround</i> aumenta a fragilidade do setor de capital de risco, devido à dependência de empresários com uma visão tradicionalista do negócio; ▪ Dificuldade de acesso a capital de risco contribui para o conservadorismo do mercado financeiro.

Fonte: Elaboração Própria

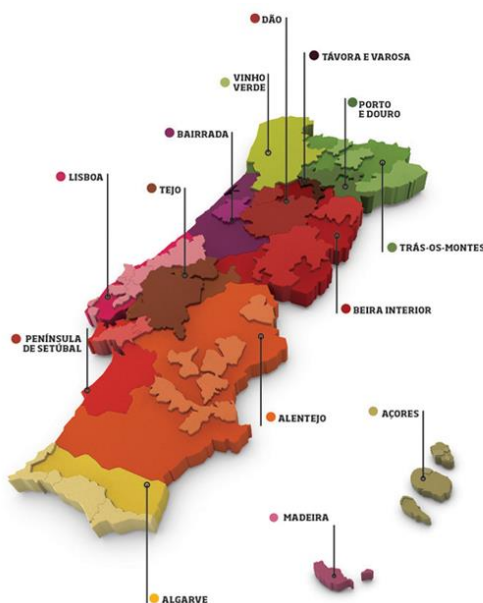
4 Setor Vitivinícola

De acordo com o estudo elaborado por Leitão et al. (2008), a cultura da vinha está fortemente enraizada em Portugal, fazendo parte integrante da paisagem natural, da história e da cultura portuguesas. Com efeito, esta cultura moldou, em algumas regiões, o modo de vida das populações, a ocupação do território, a base produtiva regional e a paisagem.

Sendo considerado um produtor tradicional do velho mundo, detentor da primeira região vinícola no mundo a ser demarcada em pleno século XVIII e de duas regiões distinguidas pela Organização das Nações Unidas para a Educação, a Ciência e a Cultura (UNESCO) e classificadas como património da humanidade (Alto Douro Vinhateiro e Ilha do Pico), Portugal ocupa o 5.º lugar no *ranking* de maiores produtores da UE, produzindo alguns dos vinhos mais requintados, exclusivos e valorizados.

Com 14 regiões vitivinícolas, como é possível comprovar através da Figura 1, Portugal é dos países que mais variedade de castas trabalha, atualmente com mais de 200 referências. De acordo como os mesmos autores, em 2006 a área destinada à produção de vinhos de qualidade produzidos em zonas demarcadas (VQPRD) correspondia a cerca de 39% da área de vinha total, sendo que em todas as regiões já se produzia VQPRD, o que demonstra o esforço qualitativo que tem vindo a ser efetuado na reconversão das vinhas e nas práticas enológicas.

Figura 1 - Regiões Vitivinícolas



Fonte: Wines of Portugal (2010)

Ferreira (2013) define este setor como um dos mais marcados pela evolução científica e tecnológica, tendo-se vindo a observar um forte investimento em projetos científicos ligados ao vinho, na biotecnologia, na análise química e na enologia, entre outras áreas, a par de introdução de maquinaria cada vez mais sofisticada para grande parte das operações de cultivo da vinha, bem como de sistemas de vinificação. Em Portugal, este setor é assim caracterizado pelo seu dinamismo, mas também pela elevada emoção associada ao negócio.

Detentor do produto agrícola português com maior projeção a nível internacional, este setor desempenha um importante papel na economia portuguesa, contribuindo, de maneira muito significativa para o valor final da produção agrícola e das exportações (Leitão et al., 2008), representando cerca de 1,06% do volume total de exportações em 2013 ou 725 milhões de euros em valores absolutos, com tendência crescente das vendas para países terceiros (43,3% em 2012). O seu volume de negócios aumentou até 2012, por via do aumento do volume transacionado e não pelo aumento dos preços, já que estes têm tendido para valores mais competitivos (Instituto da Vinha e do Vinho (IVV), 2009).

Pronunciando-se sobre este setor, Fernando Amorim, vice-presidente da Câmara Municipal do Cartaxo, refere o seguinte “...já é e pode vir a ser ainda mais, um pilar de desenvolvimento económico, de inovação e investimento, assim como de preservação cultural e ambiental, em cada uma das regiões”¹⁴. Assim, o setor vitivinícola tem desenvolvido sinergias de sucesso com diversos setores, como é exemplo a criação do enoturismo, que se caracteriza pela apreciação do vinho nas regiões que o produzem e da história, cultura e tradições dessas regiões e contribui para o aumento dos turistas, das receitas das empresas e inevitavelmente do país, assim como para a valorização de inúmeras propriedades, nomeadamente através de determinadas iniciativas, como seja a “Rotas dos Vinhos”. Segundo Pedro Magalhães Ribeiro, presidente da Câmara Municipal do Cartaxo, 37% dos operadores estrangeiros indicam o vinho como o maior argumento de promoção do país no estrangeiro e 31% afirmam que associam o vinho ao turismo nacional, antes do sol e mar¹⁴.

A relação do vinho com a gastronomia, especificamente com a dieta mediterrânica faz deste um produto de consumo regular entre a população, sendo mesmo o seu consumo

¹⁴ <http://agrotec.pt/?p=8680>

incentivado por grandes chefes de cozinha, pois ajuda a maximizar os sabores e texturas dos pratos confeccionados (IVV, 2013).

Sinclair (2013) levou a cabo um estudo na área da saúde, concluindo que o resveratrol, composto presente no vinho tinto, prolonga a vida e ajuda a combater algumas doenças, como é o caso do cancro da mama ou da próstata (Henriques, 2013). O reconhecimento de que o consumo de vinho tinto contribui positivamente para a saúde humana pode e deve ser utilizado para sensibilizar os consumidores, nomeadamente em mercados com pouca tradição no consumo deste produto, conferindo-lhes assim mais uma razão para o adquirir.

As particularidades do setor vitivinícola em Portugal, por via não só do produto produzido e das características e benefícios associados ao seu consumo, mas também da tradição que o rodeia, conferem-lhe margem de progressão no que respeita ao volume consumido intra e extra UE e, conseqüentemente, no contributo para o volume de exportações do país.

4.1 Análise PEST

Para compreendermos que fatores externos (políticos, económicos, sociais e tecnológicos) têm influência na atividade do setor vitivinícola, torna-se crucial o desenvolvimento de uma análise PEST, que de seguida se apresenta.

- **Político**

O setor vitivinícola é altamente regulado, quer a nível europeu, quer a nível nacional, pela Organização Comum do Mercado Vitivinícola (OCM), pelo IVV e Comissão Vitivinícola Regional (CVR) de cada região.

Através da nova OCM, os estados-membros assumiram a responsabilidade de aumentar a competitividade dos produtores de vinho, reforçar a reputação dos vinhos da UE e reconquistar e ganhar novos mercados, preservar as melhores tradições da produção vitivinícola europeia e estabelecer um regime assente em regras eficazes que permitam equilibrar a oferta e a procura (IVV, 2009).

Ao nível nacional, a Política Agrícola Comum (PAC), que tem um sistema de apoios legais e financeiros, pretende aumentar o valor gerado pelos setores agrícola, florestal e agroindustrial em todo o território nacional, bem como garantir que os instrumentos de

política contribuam para a coesão e equidade sociais, para a continuidade na produção de bens ambientais e para a mitigação das alterações climáticas e desertificação (Gabinete de Planeamento, Políticas e Administração Geral (GPP), 2013). No entanto, o setor vitivinícola, juntamente com os setores hortícola e frutícola, mantêm-se excluídos dos regimes de ajuda, lesando os empresários e a possibilidade de maximizarem os fundos disponíveis para investir no negócio.

As políticas nacionais implementadas, seja a flexibilização da legislação laboral, aumento dos impostos ou programas de apoio ao investimento, transversais a todos os setores, têm um impacto no setor vitivinícola semelhante a todos os outros, embora as suas características específicas lhe permitam ultrapassar os desafios com maior celeridade.

▪ Económico

A crise económico-financeira afetou fortemente a economia nacional e internacional nas mais diversas dimensões, nomeadamente no aumento do valor de aquisição das matérias-primas, aumento de grande parte dos impostos, redução do poder de compra dos consumidores e consequentemente do consumo e redução das fontes e montantes de financiamento disponíveis para as Empresas. Em conjunto, as consequências da crise internacional anteriormente referidas contribuíram não só para a redução da competitividade do país, como também dos diversos setores de atividade, como é exemplo o setor vitivinícola.

À semelhança dos restantes, este setor tem vindo a enfrentar bastantes desafios decorrentes da escassez de fontes de financiamento e taxas de juro elevadas, que têm conduzido empresas economicamente viáveis a encerrar a atividade, devido a estrangulamentos na área financeira. É necessário apostar numa fase inicial na reestruturação financeira das empresas, negociando não só as taxas de juro mas também os prazos dos créditos, e de seguida na sua recapitalização, através de fontes de financiamento alternativas, como é exemplo o capital de risco.

Por outro lado, a forte concorrência internacional, nomeadamente dos produtores do novo mundo, como são exemplos o Chile, EUA e Nova Zelândia, obriga a uma aposta mais intensa em áreas como o *marketing* e a internacionalização. Essa aposta constante e crescente, resultado também do aproveitamento dos incentivos financeiros disponibilizados nos quadros comunitários, tem tido resultados visíveis, nomeadamente na taxa de exportação do setor, que representou em 2013 mais de 1% do total das

exportações do país (725 milhões de euros do setor vitivinícola face a 68,2 mil milhões de euros de Portugal).

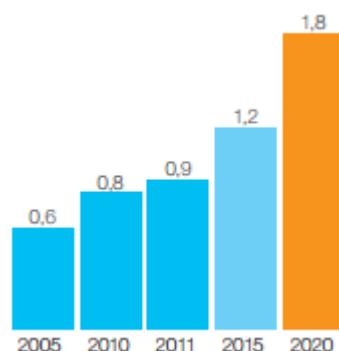
- **Social**

Ao analisarmos o setor vitivinícola deparamo-nos com duas necessidades ao nível da formação, uma ao nível das áreas diretamente relacionadas com esta atividade, como é exemplo a enologia, que têm sido supridas através da criação de mestrados e cursos profissionais, e outra ao nível da estrutura de gestão. Este setor continua a ser gerido maioritariamente de forma amadora e emocional, por profissionais com experiência na área agrícola e vinícola, e não na área de gestão estratégica e *marketing*, característica que dificulta, entre outros aspetos, a penetração em novos mercados e o aumento das margens do negócio.

Outras componentes sociais que têm bastante influência nesta atividade são hábitos e tendências de consumo, assim como o estilo de vida das populações. Estudos, como o desenvolvido por Sinclair (2013), que comprovam cientificamente o impacto positivo do consumo moderado de vinho não só na manutenção mas no tratamento de algumas doenças, poderão contribuir para o aumento da procura deste produto.

O enoturismo também leva ao aumento do consumo do vinho, especialmente quando associado a um determinado padrão de vida. Como é possível verificar através da análise do Gráfico 3, o crescimento da procura deste tipo de turismo é também visível na revisão e objetivos para o período de 2013-2015 do Plano Estratégico Nacional do Turismo (PENT), onde se prevê que as viagens turísticas relacionadas com o produto estratégico “gastronomia e vinhos” terão um crescimento significativo até 2020, fruto nomeadamente da qualidade e diversidade dos vinhos portugueses, alguns exclusivos de Portugal, como são exemplos o vinho de Porto ou o vinho da Madeira.

Gráfico 3 - Viagens de Gastronomia e Vinhos - 2005-2011 e previsões (milhões)



Fonte: Turismo de Portugal (2013)

▪ Tecnológico

Os investimentos realizados pelos empresários deste setor têm sido constantes, não só devido à pressão exercida pelas empresas concorrentes ao nível internacional, que têm investido bastante na Investigação & Desenvolvimento e Inovação dos processos, tornando-se mais competitivas, mas também devido aos apoios comunitários disponibilizados para investimentos na modernização e capacitação das empresas do setor agroalimentar. Estes investimentos têm-se traduzido em melhorias significativas no processo produtivo deste setor, nomeadamente na componente da vinha, através da introdução da rega gota-a-gota, e na componente da transformação da uva, com a introdução de tecnologias como o inox e o controlo de fermentação.

4.2 Análise SWOT – Setor Vitivinícola

A identificação dos pontos fortes, pontos fracos, oportunidades e ameaças que o setor do vitivinícola enfrenta no mercado português (ver Tabela 5), permite compreender quais as debilidades a combater e as opções existentes para as eliminar. (ver Tabela 6).

Tabela 5 – Identificação de pontos fortes, fracos, oportunidades e ameaças – Setor Vitivinícola

Pontos Fortes	Pontos Fracos
<ul style="list-style-type: none"> Reforma da PAC em 2013 – promoção da replantação da vinha destinada à produção de vinho de qualidade; <i>Know-how</i> e conhecimento acumulado na área da enologia; Enólogos portugueses com renome internacional; 	<ul style="list-style-type: none"> Elevada atomização da produção dispersa por um elevado número de empresas; Estrutura familiar das empresas produtoras; Dificuldade de aplicação de mecanização na produção, devido às

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Crescente aposta em atividades de I&DT e parcerias com SCT's; ▪ Originalidade de castas – facilidade em criar vinhos únicos; ▪ Unidades de transformação modernas e capacitadas; ▪ Relação qualidade/preço; ▪ Desenvolvimento da marca “Wines of Portugal” pela ViniPortugal – produtos distintos, surpreendentes, que proporcionam uma experiência única; ▪ Premiação internacional dos vinhos portugueses. 	<p>caraterísticas e dimensão dos terrenos em algumas regiões;</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Desconhecimento à escala global de Portugal e dos seus vinhos; ▪ Debilidade financeira, nomeadamente devido ao diferencial entre o prazo médio de recebimento e o prazo médio de pagamento e reduzida margem de lucro nos preços de venda praticados; ▪ Reduzido investimento nas áreas do <i>marketing</i> e promoção das marcas face à concorrência; ▪ Falta de profissionalização das diversas áreas da Gestão (especialização da maioria das estruturas de gestão é na área produtiva), como é exemplo o Controlo Financeiro (contabilidade organizada e/ou contabilidade analítica).
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Condições edafoclimáticas; ▪ Posição geoestratégica de Portugal – facilidade de distribuição para os vários continentes e proximidade da Europa (cidades europeias têm o mais elevado consumo per capita de vinho); ▪ Regiões reconhecidas pela UNESCO como património da humanidade; ▪ Novo quadro comunitário – reforço da aposta no setor agrícola e agroindustrial; ▪ Aumento do conhecimento do produto – vinho – em países terceiros; ▪ Procura crescente do mercado externo (intra e extra comunitário); ▪ Crescente procura de enoturismo associação do vinho ao turismo, gastronomia e cultura; ▪ Estudos que comprovam o benefício do consumo do vinho para a saúde. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Reduzida dimensão dos terrenos de algumas regiões (dificuldade em atingir economias de escala); ▪ Concorrência dos novos produtores como o Chile e a Argentina, que produzem em larga escala, com elevada qualidade, preços competitivos e castas reconhecidas internacionalmente; ▪ Elevada capacidade de segmentação do mercado – produtos monocasta – dos produtores do “novo mundo”; ▪ Crescentes taxas alfandegárias em alguns países, cujo objetivo é proteger a produção interna, como é exemplo o Brasil; ▪ Concorrência dos produtores tradicionais; ▪ Falta de dimensão (produção) do setor e das empresas para competir a uma escala global; ▪ Ausência de imagem internacional do vinho português; ▪ Desconhecimento da gastronomia portuguesa; ▪ Pouca elasticidade dos preços face à existência de produtos de substituição; ▪ Exclusão do setor vitivinícola dos apoios da nova PAC; ▪ Alteração dos hábitos de consumo; ▪ Campanhas publicitárias para a redução do consumo de álcool.

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 6 - Análise SWOT - Setor Vitivinícola

	Oportunidades	Ameaças
Pontos Fortes	<ul style="list-style-type: none"> Utilização da diferenciação e originalidade dos vinhos portugueses e respetivas premiações internacionais, relação qualidade/preço e ainda existência de enólogos com renome ao nível internacional, permite aproveitar a procura crescente do mercado externo, decorrente do aumento do conhecimento dos mercados do produto “vinho”; Possibilidade de apresentar preços mais competitivos face à concorrência através do aproveitamento das vantagens inerentes à posição geoestratégica de Portugal, das forças de vendas da distribuição moderna e investimento no <i>marketing</i>; Apoios comunitários minimizam o risco associado à crescente aposta em atividades de I&DT, aumentando o seu potencial de sucesso; Aproveitamento da crescente procura do enoturismo e da publicação de estudos sobre os efeitos benéficos do vinho para atrair consumidores mais resistentes. 	<ul style="list-style-type: none"> Concorrência dos novos produtores que apresentam particularidades distintas, como a capacidade de produzir em escala, deve ser colmatada com o enfoque nas características diferenciadoras do setor português, p.e. originalidade das castas fruto do <i>know-how</i> acumulado na área enológica); Aposta na marca “Wines of Portugal” aumenta conhecimento dos mercados externos dos produtos nacionais, permitindo que os consumidores procurem vinho português, porque está associada a um conjunto de características diferenciadores, e não vinho na generalidade; Incorporação nas campanhas publicitárias dos estudos que comprovam os efeitos benéficos do consumo moderado de vinho, como forma de combater as campanhas contra o consumo de álcool;
Pontos Fracos	<ul style="list-style-type: none"> Procura crescente do mercado externo permite que haja um maior conhecimento sobre as características mais apreciadas pelos consumidores internacionais, permitindo uma maior adaptação dos produtos a estas exigências; Novo quadro comunitário apoiará não só investimentos produtivos mas também investimentos na área de apoio às exportações, permitindo que as áreas do <i>marketing</i> e promoção das marcas passem a ter maior importância na estratégia das Empresas sem haver um encargo financeiro tao elevado. 	<ul style="list-style-type: none"> Elevada atomização da produção e estrutura familiar das empresas, juntamente com a debilidade financeira, dificultam sua a competitividade face à concorrência internacional; Falta de profissionalização da gestão e de investimento em áreas críticas, como o <i>marketing</i>, dificultam a criação e manutenção de uma imagem forte dos vinhos portugueses assim com a concorrência com outros países produtores, que ao contrário de Portugal, têm a capacidade de produção em escala como vantagem.

Fonte: Elaboração Própria

5 Orientações estratégicas provenientes das análises SWOT

O cruzamento das informações presentes na análise SWOT realizada ao setor de capital de risco e ao setor vitivinícola portugueses permite concluir que parte das debilidades apresentadas pelas empresas do setor vitivinícola podem ser colmatadas com o apoio de um fundo de capital de risco especializado neste setor de atividade.

A debilidade financeira e a falta de profissionalização da gestão, fatores que dificultam a criação e manutenção de uma imagem forte dos vinhos portugueses, e a concorrência com outros países produtores, têm solução imediata através das características chave da indústria de capital de risco, como são exemplos a reestruturação financeira, o aumento de capital e a introdução de equipas de gestão mais qualificadas e experientes em diversas áreas da gestão estratégica, financeira e de *marketing*.

A elevada atomização da produção e estrutura familiar das empresas são características estruturais deste setor, podendo apenas ser revertidas através da aquisição de diversas estruturas produtivas, que poderão conferir escala ao negócio, com uma estrutura de gestão comum, que tenha as qualificações e experiência necessárias à definição da estratégia mais adequada à valorização dos vinhos produzidos nos diversos mercados externos, definidos como alvo da ação comercial. A indústria de capital de risco, dependendo do *target* e estratégia de investimento dos fundos disponíveis no mercado, tem a capacidade de combater todas as ameaças que o setor vitivinícola não tem condições de reverter de forma autónoma através do aproveitamento dos seus pontos fortes.

Tendo em consideração que atualmente não existe qualquer fundo de capital de risco especializado no setor vitivinícola em Portugal, existe uma oportunidade de mercado que este trabalho pretende colmatar, através da definição do modelo de negócios de um fundo de capital de risco com especialização neste setor, que será posteriormente executado.

6 Modelo de Negócios do Fundo *Decantatio*

O Fundo *Decantatio* – Fundo de Capital de Risco, será constituído por tempo determinado e terá sede em Portugal, sendo o seu património destinado à aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e instrumentos de capital alheio em sociedades do setor vitivinícola que cumpram os requisitos definidos no seu regulamento de gestão, com o objetivo de beneficiar da respetiva valorização.

Na indústria de capital de risco, o *branding*¹⁵ tem como propósito que o investidor se identifique com o conceito subjacente e permitir que este tenha uma ideia geral de qual o *target* do Fundo (setor vitivinícola), mesmo antes de ter acesso ao seu regulamento de gestão. Tendo em conta que este Fundo estará vocacionado exclusivamente para a realização de investimentos no setor vitivinícola, a sua denominação deve estar, preferencialmente, relacionada com este setor. O decantador, ou *decantatio* em latim, é um equipamento que pode ser utilizado para separar os sedimentos dos vinhos mais antigos ou para aumentar o arejamento, revelar uma maior complexidade e abrir aromas e paladares no caso de vinhos mais novos, melhorando significativamente a sua qualidade. Tal como o decantador tem como objetivo maximizar a apreciação dos vinhos, este Fundo tem como objetivo maximizar a rentabilidade e sucesso das empresas que irá adquirir, tendo-se por isso optado pela denominação *Decantatio*.

Para que o Fundo seja desenvolvido e moldado às necessidades do setor vitivinícola português, que será o seu *target*, é fundamental basearmo-nos em conhecimentos, preferencialmente provenientes de estudos ou artigos científicos fidedignos aquando da sua estruturação. À semelhança do que acontece na maioria dos setores de atividade em Portugal, os estudos que versam sobre as características, carências, tendências, entre outros aspetos do setor vitivinícola são escassos ou extremamente onerosos. Assim, a definição do Modelo de Negócios do Fundo teve como base informações empíricas provenientes da vasta experiência adquirida pela HM Consultores ao longo dos seus 27 anos de atividade direta com este setor, a maioria dos quais como líder nacional na elaboração e acompanhamento de projetos de investimento, como já foi referido anteriormente.

¹⁵ O *branding* (gestão de marcas) engloba todas as atividades relacionadas com o desenvolvimento e gestão de uma marca, nomeadamente a elaboração do manual de identidade gráfica, com o objetivo de acrescentar valor ao produto e/ou serviço, contribuindo para a sua diferenciação no mercado.

Com base na informação acumulada pela HM Consultores, pode concluir que além de apresentar características e dinâmicas muito próprias, o setor vitivinícola apresenta também debilidades distintas dos restantes setores. Apesar da dificuldade de algumas das empresas deste setor obterem financiamento, não só para fundo de maneo mas também para a realização de investimentos que as tornariam mais competitivas, com um custo-benefício aceitável, este setor tem duas necessidades mais prementes e críticas: a necessidade de obter escala e de profissionalizar a gestão, apostando em áreas como é exemplo a gestão estratégica e a geração de valor através da gestão adequada do *marketing mix*¹⁶ e do *branding*.

Assim, pretende-se colmatar parte destas necessidades e contribuir para o aumento da competitividade deste setor-chave em Portugal, através da criação de um fundo de investimento de capital de risco, vocacionado para operações de reestruturação e/ou crescimento, cujo objetivo último será gerar uma estrutura empresarial com as seguintes características:

- Estrutura especializada comum nas áreas comercial, de *marketing*, enológica e logística/distribuição, que irá potenciar e tornar mais coesa a produção que se encontrará dispersa pelas diversas empresas que serão adquiridas;
- Elevada capacidade produtiva, que permitirá a obtenção de economias de escala, caracterizada por produtos diversos e de elevada qualidade, e que tornará exequível e lucrativa a concorrência com produtos de todas as regiões vnicas mundiais;
- Análise constante do mercado, que permita definir a estratégia e posicionamento adequados;
- Forte aposta em áreas de gestão, como o *marketing* e a internacionalização, na ótica das exportações.

6.1 Enquadramento Legal do Fundo

Sendo um FCR, o Fundo *Decantatio* tem de ser desenvolvido e gerido de acordo com o enquadramento fiscal e legal português, designadamente:

- Código dos Valores Mobiliários;

¹⁶ Ferramenta de marketing composta por um conjunto de variáveis – 4 P's (Product, Price, Place, Promotion) + 3 P's (People, Process, Physical evidence), que influenciam as características do produto e/ou serviço e consequentemente o seu sucesso no mercado.

- Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro;
- Portaria n.º 913-I/2003, de 30 de Agosto;
- Regulamento da CMVM n.º 1/2008;
- Regulamento da CMVM n.º 12/2005;
- Regulamento da CMVM n.º 12/2013;
- Instrução da CMVM n.º 2/2013.

A diretiva AIFM, que está neste momento a ser analisada e transposta para a realidade portuguesa, foi aprovada em Novembro de 2010 pela UE com o objetivo de aumentar a transparência e estabilidade dos fundos de investimento alternativos, tais como os fundos de capital de risco, através da criação de um regulamento uniforme de supervisão da gestão e comercialização de unidades de participação (UP) destes fundos de investimento. Inicialmente e à semelhança de outros países europeus, estava previsto que a transposição ocorresse até junho/julho de 2013, no entanto, não existindo qualquer data limite definida não é possível prever quando a transposição será de facto efetuada, momento em que revogará toda a legislação anteriormente referida.

6.2 Duração, Capital do Fundo e Unidades de Participação

O Fundo *Decantatio* será um fundo fechado e terá uma duração de dez anos, contados a partir da data de *initial closing*, período que se repartirá pelas fases de investimento e desinvestimento.

O período de investimento iniciará aquando da data de constituição do fundo, terminando na primeira das seguintes datas:

- 2 anos após a conclusão do período de subscrição inicial (*initial closing*);
- Quando 80% do capital do fundo tenha sido investido ou afeto a investimentos em fase de concretização, não podendo este período ultrapassar os 2,5 anos.

Tendo em conta que o Fundo terá como estratégia a aquisição de um conjunto de empresas do setor vitivinícola, e posterior concentração de áreas de gestão críticas, o investimento realizado terá uma duração máxima de 5 anos, contabilizado a partir do momento em que o processo de concentração das referidas estruturas esteja concluído. Assim, o período de desinvestimento iniciará com o término do período de acompanhamento dos investimentos, culminando com a liquidação do património do Fundo.

Este Fundo terá um capital de 25 milhões de euros, representados por 20.000 UP com o valor unitário de 1.250 euros. As UP são nominativas e representadas sob a forma escritural.

O período de subscrição dividir-se-á nas seguintes fases:

- *Initial closing*, que iniciará logo que a Sociedade Gestora seja notificada pela CMVM do registo prévio do Fundo, de acordo com o art.4º do Decreto-Lei n.º 375/2007, e terminará logo que se encontrem subscritas 12.500 UP, o mais tardar 2 anos após a sua constituição;
- *Final Closing*, que iniciará após o término efetivo da fase de *Initial closing*, e terá uma duração máxima de 1 ano, terminando antecipadamente quando se encontrarem totalmente subscritas as 20.000 UP.

No caso da subscrição se encontrar incompleta, isto é, não se encontrarem subscritas pelo menos 12.500 UP 2 anos após a constituição do Fundo, este não se considerará constituído, devendo a Entidade Gestora devolver os fundos eventualmente recebidos aos investidores.

O montante mínimo de subscrição é de 150.000 Euros, correspondendo a um mínimo de 120 UP.

Os investidores da primeira fase de subscrição deverão realizar 5% do montante de capital por si subscrito, no momento da subscrição. A percentagem do capital a realizar no momento da subscrição pelos investidores da segunda fase será igual à percentagem do capital então já realizado pelos investidores da primeira fase. Ao valor apurado, acrescerão juros contados dia a dia, à taxa Euribor a 6 meses da(s) data(s) do(s) desembolso(s) efetivo(s) pelos investidores da primeira fase, entre essa(s) data(s) e a data de subscrição do investidor da segunda fase.

A realização das entradas de capital diferidas, em qualquer uma das fases, deverá ser efetuada pelos subscritores no prazo de 15 dias úteis contados a partir da data da notificação pela Entidade Gestora por carta registada com aviso de receção, contendo todas as informações necessárias para que seja assegurada a transparência das operações, nomeadamente contendo as razões do investimento.

Apenas será solicitada a realização do montante das UP subscritas quando tal for necessário para a realização dos investimentos.

Caso um Participante do Fundo não cumpra o prazo fixado pela Entidade Gestora para a realização de qualquer uma das entradas, será notificado por carta registada com aviso receção para o cumprir, num prazo adicional de trinta dias, sob pena de entrar em mora, isto é, em caso de incumprimento, será devido pelo Participante uma quantia equivalente a uma taxa anual correspondente à taxa Euribor a seis meses, à data da realização das entradas, acrescida de 2,5%, calculado sobre o montante em falta.

O Participante em Mora não pode participar nem votar, por si ou através de representantes na Assembleia de Participantes, perdendo a favor do fundo as UP em relação às quais a mora se verifique, bem como as quantias pagas a seu favor, caso não realize as entradas em dívida nos noventa dias seguintes ao início do período da mora.

6.2.1 Regras de Valorimetria e Cálculo das Unidades de Participação

Um ano após a constituição do Fundo, a Entidade Gestora passará a determinar semestralmente os valores das UP do Fundo. Tendo em conta que os investimentos serão realizados em valores não admitidos à negociação em bolsa ou outro mercado regulamentado, serão utilizados dois métodos de valorização:

- No primeiro ano após aquisição dos ativos, utilizar-se-á o método do valor de aquisição;
- Após o primeiro ano, será utilizado o método do justo valor, de acordo com os critérios regulamentados pela CMVM, isto é, o valor das UP é obtido através de uma das seguintes metodologias:
 - Múltiplos de sociedades comparáveis, nomeadamente em termos de setor de atividade, dimensão e rentabilidade;
 - Fluxos de caixa descontados.

O valor da unidade de participação determinar-se-á através da divisão do valor líquido global do Fundo pelo número de UP emitidas e o valor líquido global do Fundo será calculado através da dedução dos montantes do passivo ou encargos efetivos e/ou pendentes à soma dos valores de mercado dos seus ativos.

6.2.2 Autonomia Patrimonial

O património do Fundo será autónomo, não respondendo por isso pelas dívidas dos Participantes do Fundo nem pelas dívidas do Depositário, da Entidade Gestora ou de outros fundos por esta geridos.

6.3 Angariação de Capital

6.3.1 Equipa de angariação

A equipa de angariação é composta não só pelos especialistas na área de *private equity*, mas também por *placement agents*¹⁷, advogados, contabilistas e administradores do fundo.

Esta equipa terá como responsabilidades, entre outras, a definição da informação partilhada com potenciais investidores e a verificação da origem do capital, de forma a evitar-se o branqueamento de capitais.

6.3.2 Estratégia de Angariação

A angariação de capital passará por investidores institucionais, investidores privados e/ou candidaturas a programas de incentivo comunitários, dependendo das oportunidades do mercado. No entanto, tendo em conta as diretrizes da UE e consequentemente as do quadro comunitário – Portugal 2020, as operações elegíveis no que concerne ao financiamento de fundos de capital de risco, deverão direcionar-se para *seed capital*, *early stage* ou expansão e não para eventuais operações de reestruturação.

Assim, até haver a publicação da legislação do quadro comunitário nacional e estar clara quais as operações elegíveis, no âmbito do capital de risco, a estratégia principal basear-se-á na angariação de capital junto de investidores privados e institucionais.

Antes de se dar início ao processo de angariação de capital, a SCR tem de estar legalmente constituída e a equipa de gestão devidamente definida já que, sendo uma SCR sem histórico de operações, os investidores aceitarão investir o seu capital no Fundo *Decantatio* tendo em conta o seu regulamento de gestão, onde está definida por exemplo a política de investimento e de distribuição dos rendimentos, mas principalmente o conhecimento e experiência demonstrados pela equipa de gestão, pois mais de 50% do sucesso da atividade do Fundo dependerá da competência desta equipa.

Ultrapassada esta etapa, realizar-se-á o *screening*, isto é, a análise e posterior seleção de potenciais investidores, desde empresários a entidades bancárias, entre outros, tendo em consideração que, para reduzir o risco de concentração e consequentemente

¹⁷ Indivíduos ou organizações contratadas com o objetivo de dar apoio no processo de captação de capital.

dependência por parte da SCR, dever-se-á ter a maior diversidade de investidores possível, em termos de tipo e localização.

Estando o *screening* concluído, poder-se-á dar início à marcação de reuniões com os investidores selecionados (*roadshow*), onde será feita uma apresentação do Fundo com base nos documentos elaborados pela equipa de angariação, que deverão incluir informações pertinentes para a tomada de decisão dos investidores, nomeadamente objetivos do Fundo, estratégia de investimento e equipa de gestão, retornos expectáveis, etc. Quando seja demonstrado interesse efetivo em investir no Fundo, será desenvolvido e apresentado um *termsheet*, que, contendo os termos e condições sob os quais o investimento será realizado, servirá de base a toda a operação.

Os investidores contactados deverão ter experiência suficiente para avaliar adequadamente o risco associado a este tipo de investimentos, apresentar garantias relativamente ao capital investido no Fundo e, quando necessário, responder a um inquérito elaborado pela SCR relativamente à origem deste capital.

Na fase de angariação de capital, o Fundo deverá ter um *pipeline (portfolio)* de 2 a 3 projetos com opção de compra, que estejam de acordo com os requisitos definidos. Estes não deverão representar mais de 20% do capital a angariar.

6.3.3 Participantes no Fundo

A qualidade de Participante do Fundo *Decantatio* adquire-se mediante a aceitação pela SCR de um boletim de inscrição, assinado pelo subscritor ou representante legal, do qual têm de constar obrigatoriamente, os seguintes documentos:

- Identificação do proponente, registo criminal e *curriculum vitae*;
- Indicação do número de UP a adquirir;
- Declaração de aceitação dos termos do Regulamento de Gestão, o qual será entregue aos proponentes no momento da subscrição;
- Termo de responsabilidade, o qual servirá para comprovar que o investidor tem a experiência adequada neste tipo de investimentos, e que aceita o risco associado ao mesmo.

Sem prejuízo de outros direitos que lhes sejam conferidos pela Lei, os Participantes do Fundo têm direito, designadamente:

- À titularidade da sua quota-parte dos valores que integram o Fundo;

- Ao reembolso das suas UP, de acordo com a lei e o definido no regulamento de gestão do Fundo;
- À parte do produto de liquidação no caso de liquidação e partilha do Fundo, na proporção das UP detidas;
- À informação periódica e detalhada sobre a evolução do Fundo;
- A participar na Assembleia de Participantes.

Ao investirem no Fundo, os Participantes ficam obrigados, designadamente:

- À aceitação do Regulamento de Gestão;
- A conferir mandato à SCR para que realize as operações inerentes à gestão e à boa administração do fundo.

A transmissão das UP está sujeita ao direito de preferência dos Participantes, sendo que em nenhum momento um participante deverá representar mais de 50% do capital do Fundo.

6.3.3.1 Assembleia de Participantes

Esta Assembleia é constituída por todos os participantes do Fundo e reunirá anualmente no primeiro quadrimestre de cada ano e sempre que for convocada pela Entidade Gestora. A convocatória deverá ser efetuada por carta registada com aviso de receção a cada um dos participantes ou, em relação aos que comuniquem previamente o seu consentimento, por correio eletrónico com aviso de leitura, em ambas as situações com vinte dias úteis de antecedência.

Os titulares das UP podem, mediante carta dirigida ao presidente da mesa, fazer-se representar por terceiro, sendo o seu direito de voto proporcional ao montante de UP detidas, correspondendo a cada unidade de participação um voto. Os titulares de UP que detenham mais de um voto, não podem fracionar os seus votos com o propósito de votar em sentidos diversos sobre a mesma proposta ou para deixar de votar com todos os seus votos.

A mesa de assembleia será composta por um presidente e um secretário, designados pela SCR, não podendo ser membros de órgãos da administração ou quadros da SCR ou de sociedades que, direta ou indiretamente, a dominem ou sejam dominadas por esta.

Nesta assembleia apenas se poderá deliberar sobre matérias que, nos termos da lei e do regulamento de gestão do Fundo, sejam da sua competência, ou sobre aquelas para as quais seja expressamente solicitada a deliberação pela Entidade Gestora, unicamente

com base em propostas por ela apresentadas, não podendo, salvo de acordo com a Entidade Gestora, modificar ou substituir as propostas submetidas por esta a deliberação da Assembleia.

Qualquer participante que tenha, em relação a qualquer aspeto sujeito a deliberação, um potencial ou real conflito de interesses, será excluído da votação, sendo a SCR obrigada a informar a Assembleia de Participantes destes conflitos, para que esta decida qual a solução a adotar.

Os aumentos de capital dependem da deliberação da assembleia de participantes, tomada sob proposta da entidade gestora por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos, sendo que os titulares de UP gozarão de preferência, proporcional ao montante da respetiva participação, nos aumentos de capital por novas entradas de numerário (Decreto-Lei n.º 375/2007, artigo 31º).

As reduções de capital podem ocorrer para libertar excesso de capital, para cobertura de perdas ou para anular UP. No entanto, as reduções que não decorram diretamente da lei dependem da deliberação da assembleia de participantes, tomada sob proposta da entidade gestora por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos (Decreto-Lei n.º 375/2007, artigo 32º).

6.4 Política de Investimento

6.4.1 *Target* do Investimento

Tendo em conta as análises PEST e SWOT realizadas ao setor vitivinícola português, assim como o objetivo último de um FCR, que é obter uma rentabilidade elevada dos investimentos realizados, serão empresas-alvo de aquisição do Fundo *Decantatio*:

- PME, que de acordo com a Recomendação Europeia de 6 de Maio de 2003 (2003/361/CE) devem respeitar as seguintes diretrizes:
 - Menos de 250 trabalhadores;
 - Faturação anual não superior a 50M€ ou um ativo total que não exceda os 43M€;
 - Serem autónomas, ou seja, não detidas em mais de 25% por empresas não qualificadas como pequenas e médias empresas;
- PME cuja faturação anual não seja inferior a 2M€;
- Localizadas em Portugal Continental, nas regiões vitivinícolas do Douro, Bairrada, Verdes, Tejo, Lisboa e Alentejo;

- Com atividade no setor vitivinícola, havendo obrigatoriedade de pelo menos 80% do volume de faturação corresponder ao Código de Atividade Económica (CAE) 11021 - Produção de vinhos comuns e licorosos, de acordo com a CAE-Rev.3;
- Em fase de crescimento, maturidade ou ainda que se encontre disponível no mercado para aquisição total, não por falta de procura (qualidade do produto, baixa aceitação por parte dos clientes, etc.), mas devido a estrangulamentos financeiros, nomeadamente de fundo de maneio e consequentemente na capacidade de prosseguir com a sua atividade;
- Com perfil exportador – máximo de 50% de vendas para o mercado nacional ou com tendência comprovada de aumento das exportações;
- Com potencial de inovação nas componentes de marketing, *design*, nomeadamente *packaging*, canais de distribuição, etc.;
- Com situação económica equilibrada e preferencialmente com necessidade de reestruturação financeira. Desta forma, haverá uma boa oportunidade de negócio, pois poder-se-á investir numa Empresa cujos produtos já foram testados com sucesso no mercado, a um valor substancialmente inferior e com um processo negocial mais célere e profícuo para o Fundo. A análise da componente económico-financeira é realizada através de um estudo global à Empresa, não só às contas disponibilizadas, mas também ao tipo de produtos produzidos, comercializados e respetivo volume de vendas, mercados para os quais exporta, relação com fornecedores e clientes, etc.

Apesar da conclusão de investimento apenas poder ser efetuada após realização do processo de *due diligence*, o *screening* inicial deverá ser efetuado com base nos seguintes rácios:

- *Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations* (EBITDA) positivo – Este rácio permite-nos, numa fase inicial, concluir se a atividade da empresa é sustentável, isto é, se as receitas são suficientes para fazer face aos custos operacionais;
- Resultado Líquido do Exercício (RLE) negativo, mas associado a um EBITDA positivo, o que comprova que a Empresa é economicamente viável, mas financeiramente insustentável. Importa depois compreender se este resultado é proveniente de um montante de depreciações e/ou de encargos financeiros elevados;
- Autonomia Financeira – Relação entre o ativo da Empresa e os seus capitais próprios, que se reflete na sua capacidade de contrair

empréstimos a médio e longo prazo, suportados por capitais próprios;

- Endividamento – A análise do tipo de dívida e respetiva maturidade permite-nos compreender se a reestruturação é uma solução viável para o estrangulamento financeiro apresentado;
- Solvabilidade – Analisa a capacidade da Empresa para cumprir as responsabilidades assumidas a curto, médio e longo prazo, ou seja, permite-nos avaliar a sua dependência face aos credores;
- Liquidez Geral e Reduzida – A liquidez geral determina se existe capacidade para fazer face aos compromissos de curto prazo, enquanto a liquidez reduzida analisa a existência de dificuldades no escoamento dos inventários e com a possibilidade de vendas abaixo do preço de custo;
- Prazo Médio de Pagamentos e Prazo Médio de Recebimentos – Permite-nos perceber se existe algum desfasamento entre os prazos médios de pagamento e recebimento e, consequentemente, qual o nível de necessidade da Empresa recorrer a capitais próprios ou alheios para fazer face aos compromissos de curto prazo.

6.4.2 Estratégia de investimento

O objetivo do Fundo *Decantatio* passa pela valorização das empresas que irá adquirir através de uma estratégia de concentração, isto é, da montagem de uma estrutura de distribuição, marketing, comercial e enológica comum, que seja responsável pela definição da estratégia do grupo.

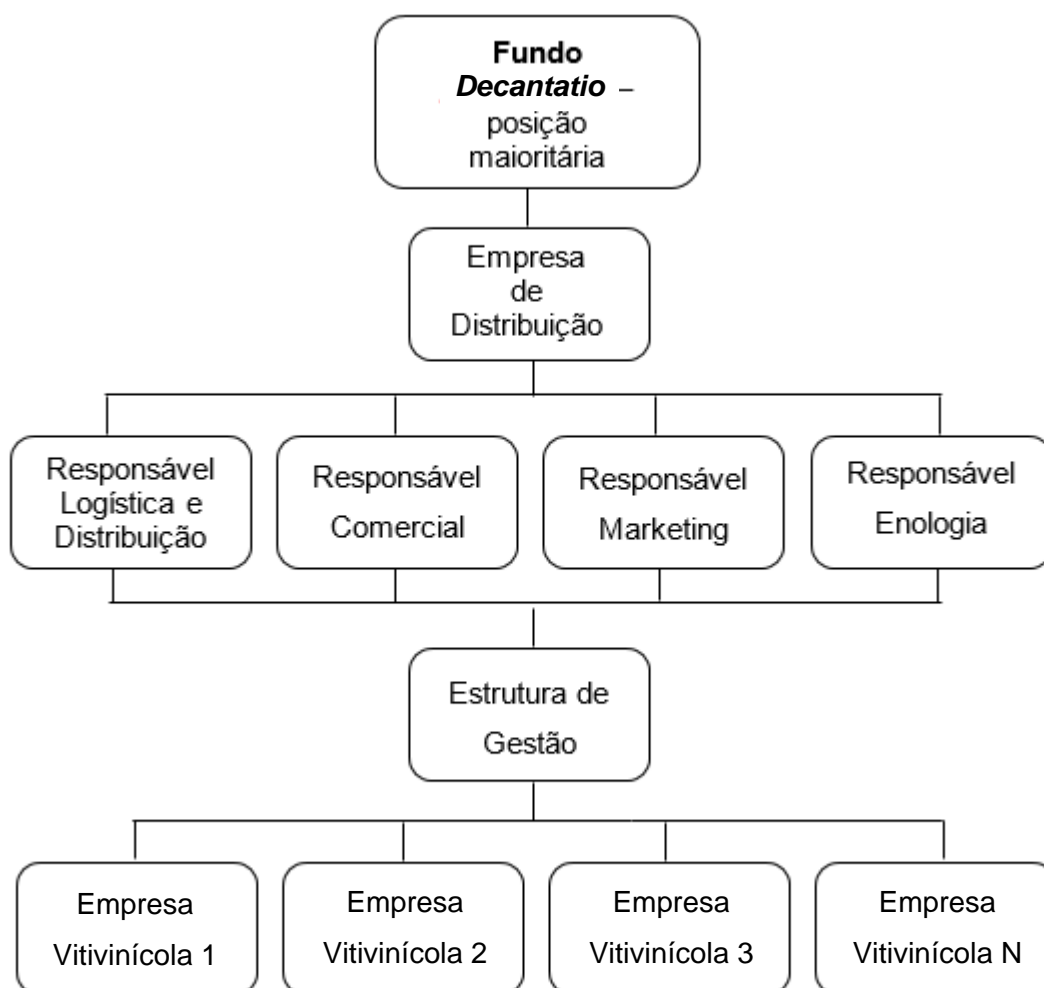
Assim, a estratégia de investimento seguirá a seguinte lógica:

1. Aquisição de uma empresa de distribuição com experiência comprovada, preferencialmente no setor vitivinícola ou setores complementares, em processos de exportação, tendo por isso os seus canais de distribuição já desenvolvidos e consolidados;
2. Criação de uma estrutura de gestão na empresa de distribuição que será responsável pela definição da política comercial, de marketing e enológica do grupo de empresas a adquirir. O processo de *due diligence* permitirá à Expert Capital reunir informações sobre as competências da atual estrutura humana de

- cada uma das empresas e, conseqüentemente, perceber quais as mais-valias que cada trabalhador aporta ao negócio, permitindo-lhe tomar uma decisão consciente e informada sobre o despedimento ou realocação das atuais estruturas diretivas;
3. Aquisição de empresas do setor vitivinícola que cumpram os requisitos definidos na política de investimentos do Fundo. Estas empresas passarão a ser as estruturas operacionais do “grupo”, não sendo objetivo prioritário a alteração da sua estrutura humana, nomeadamente das equipas técnicas, exceto se for detetado algum problema, como falta de eficiência na execução das funções;
 4. Manutenção e valorização de cada uma das marcas de forma autónoma, de modo a que, apesar da concentração da estrutura de gestão, cada empresa seja valorizada autonomamente pela sua gama de produtos e *branding*. Isto é, a estratégia passará pela valorização das marcas nos diversos mercados, para que o processo de alienação do negócio não dependa obrigatoriamente da estrutura desenvolvida, nomeadamente com a empresa de distribuição, mas cada uma das estruturas operacionais possa ser alienada e valorizada separadamente com os respetivos ativos, nomeadamente as marcas associadas.

A estratégia de investimento referida dará origem ao organograma da Figura 2.

Figura 2 - Organograma das empresas após processo de aquisição



Fonte: Elaboração Própria

▪ Regras de investimentos

Para além da sua atividade corrente, que consistirá no investimento em PME industriais do setor vitivinícola – operações *Buy and Build* e *Management Buy-Out* - o Fundo *Decantatio* poderá também contrair empréstimos e conceder garantias relativamente a estes empréstimos, desde que o montante total não ultrapasse 10% do seu capital. Os empréstimos e garantias podem ser contratados junto de Participantes do Fundo em condições de mercado.

Tendo em conta o *target* de investimento definido, existem investimentos que estarão excluídos do âmbito de atuação do Fundo, designadamente em:

- Aquisição de sociedades que representem mais de 20% do capital do Fundo;

- Sociedades subavaliadas, com o propósito de vender os seus ativos com lucro mas sem qualquer benefício para as mesmas;
- Sociedades cotadas;
- Fundos de Capital de Risco;
- Empresas que não operem no setor vitivinícola.

O coinvestimento com outros fundos que sejam geridos pela SCR ou com fundos sucessores do Fundo, também estes geridos pela Entidade Gestora, só poderá ser realizado mediante o consentimento dado em Assembleia de Participantes por titulares de mais de 50% das UP emitidas. O coinvestimento por fundos independentes da SCR não poderá ser realizado pois, tendo em conta a estratégia de investimento e respetivas especificidades, implicaria a participação na totalidade do investimento do Fundo.

Tendo em conta que o fundo terá como objetivo a criação de uma estrutura empresarial com elevada capacidade produtiva (apesar da produção se manter atomizada, a aquisição de várias empresas e respetivas unidades de transformação, permitirá a obtenção de economias de escala) e com a profissionalização de diversas funções da gestão, pretende-se adquirir mais de 50% do capital social das empresas-alvo, de forma a manter uma posição acionista maioritária, que dê liberdade de ação e decisão à equipa de gestão do fundo.

6.4.3 Retorno esperado – *TIR target*

Para ser considerado uma opção rentável face ao risco associado, o investimento realizado por um fundo capital de risco, face à partilha de risco entre os investidores e as empresas, tem de apresentar rácios económico-financeiros atrativos. Assim, a rentabilidade esperada deverá rondar os 15 a 20%, numa ótima *buy & hold*.

6.4.4 Equipa de gestão

A equipa de gestão será previamente definida, sendo que deverá ser composta por uma panóplia de profissionais com diversas competências, que deem resposta às diversas necessidades de gestão dos ativos do fundo, a saber:

- Conhecimentos profundos da dinâmica do setor vitivinícola português nas mais diversas vertentes, como é exemplo a política de distribuição, tendências da procura a nível mundial, e experiência na gestão de grandes empresas deste setor de atividade;

- Formação e experiência comprovada na área financeira, nomeadamente controlo de gestão, assim como na área de planeamento estratégico;
- Experiência na gestão de fundos de *private equity* ou acompanhamento de operações de Fusões e Aquisições (M&A), que se traduzam em experiência na avaliação de processos e negócios, desenvolvimento de estudos económico-financeiros, análise de risco, processos de *due diligence* e processos de reestruturação;
- Experiência profissional internacional, preferencialmente na indústria do capital de risco;
- Formação na área de direito, preferencialmente com ligação à gestão, e experiência no acompanhamento legal de SCR e dos fundos por esta geridos.

6.4.5 *Due Diligence*

O processo de *due diligence* tem lugar após ser realizada a primeira abordagem à Empresa que se pretende adquirir. Howson (2003) define este processo como um inquérito e investigação realizados pelo potencial investidor com o objetivo de compreender exatamente que organização se está a adquirir e, consequentemente reduzir o risco associado à operação de aquisição. Será a informação adquirida neste processo, que em conjunto com o conhecimento e experiência da SCR e respetiva equipa de gestão, servirá de base para a decisão de investimento.

Não estando legalmente definidas as áreas em que um processo de *due diligence* se deve focar, esta análise dependerá do tipo de negócio em causa. No caso do Fundo *Decantatio*, este processo focalizar-se-á fundamentalmente nas seguintes áreas:

- Financeira – validação da informação histórica e análise da gestão;
- Legal – acordos contratuais e potenciais conflitos com os interesses dos investidores, cumprimento da legislação aplicável;
- Comercial (mercado) – dinâmicas do mercado, clientes e mercados alvo, principais concorrentes e posição competitiva face a estes;
- Operacional /Técnica – adequação dos meios e técnicas de produção (análise da tecnologia disponível no mercado), desempenho e direito de propriedade, assim como qualidade do produto final;
- Recursos humanos e cultura organizacional – termos e condições de contratação, nível de comprometimento e motivação, competências e sua adequação à estratégia que será definida e implementada.

De acordo com Prowse (1998), o processo de investimento numa empresa deve ser antecedido de visitas à Empresa, reuniões com colaboradores, clientes, fornecedores, credores, consultores e demais *stakeholders*. Todas estas reuniões terão lugar no processo de *due diligence*.

A Figura 3 retrata o processo de investimento habitualmente percorrido por uma SCR. Este processo inicia-se com uma análise preliminar, que inclui a realização de reuniões e recolha de informações que permitam realizar a triagem inicial, seguida do processo de *due diligence*, nos casos em que haja interesse efetivo de ambas as partes na operação. Esta recolha e análise de informações dará origem a uma decisão que, quando positiva, antecede um processo de negociação. Concluída esta etapa, é realizado o investimento e implementada a estratégia definida no regulamento de gestão do FCR. Por fim, o desinvestimento constitui a última fase deste processo, ocorrendo 5 a 8 anos após a data do investimento.

Figura 3 – Fases do processo de Investimento



Fonte: Elaboração Própria

6.4.6 Avaliação das Empresas

A avaliação dos capitais próprios das Empresas a adquirir, será realizada através do método dos fluxos de caixa descontados e do método do múltiplo do EBITDA, sendo sempre deduzido ao valor da Empresa a dívida financeira atual.

Este processo tem como objetivo a definição, com base em métodos universalmente aceites e utilizados, do montante que se tem de investir para se atingir a participação de capital pretendida.

6.4.7 Código de conduta

As atividades do fundo de investimento terão como base os seguintes princípios:

- Integridade – Implica que as vantagens competitivas e o sucesso comercial advenham da aplicação de competências individuais e coletivas superiores e não

através da utilização de práticas manipulativas e enganosas. A responsabilização pelos erros cometidos é também pilar fundamental deste princípio;

- Cumprimento de promessas, independentemente de se ser legalmente obrigado a cumpri-las. O comportamento ético define que apenas devem ser efetuadas promessas passíveis de serem cumpridas;
- Gestão de conflitos de interesse – Por vezes surgem quando uma pessoa, além de ter uma obrigação perante outra, tem também um interesse profissional ou pessoal que poderá interferir com o julgamento independente. Nestes casos, deverão ser devidamente identificados e resolvidos com as partes envolvidas;
- Agir de forma justa – A SCR deve agir de acordo com a legislação aplicável ao seu negócio ou situação específica, disponibilizando toda a informação adequada aos interesses dos investidores de forma clara, justa e não enganosa;
- Confidencialidade – No normal funcionamento da atividade, a SCR terá acesso a informação confidencial de diversos concorrentes, pelo que é fundamental definir um conjunto de passos que permitirão proteger estas informações de usos indevidos;
- Proteger a imagem da indústria do capital de risco – Todos os envolvidos na indústria do capital de risco, nomeadamente as SCR e os investidores, devem conduzir os seus negócios de forma responsável e não adotar práticas que são claramente danosas para a imagem pública e interesses desta indústria e dos seus *stakeholders*.

6.4.8 Conselho Consultivo

Deverá ser constituído um Conselho Consultivo, que reunirá um vez por ano, podendo ser convocado extraordinariamente sempre que a Entidade Gestora considere necessário, que terá como objetivo aconselhar a SCR na implementação e consolidação da política de gestão do Fundo *Decantatio* e deliberar sobre quaisquer conflitos de interesse, nos quais estejam envolvidos a SCR, o Fundo e/ou qualquer um dos seus Participantes, cabendo-lhe definir o procedimento a adotar.

O Conselho Consultivo será composto por representantes dos Participantes que detenham uma participação no Fundo igual ou superior a 10% e por figuras proeminentes do mundo empresarial português que sejam convidadas pela Entidade Gestora.

6.4.9 Comité de Investimentos

Este Comité é uma estrutura vocacionada para a apreciação e avaliação de oportunidades de investimento, competindo-lhe emitir parecer sobre a aquisição e venda de participações de capital do Fundo, tendo em conta a política e a estratégia de investimento definidas no seu regulamento de gestão.

Caso a sua constituição seja aprovada pela Assembleia de Participantes, o referido Comité deverá ser composto por, no mínimo, cinco pessoas individuais com conhecimento e experiência na análise de oportunidades de investimentos em empresas, preferencialmente no setor vitivinícola, das quais uma será obrigatoriamente administradora da SCR, que serão selecionados em sede de Assembleia de Participantes.

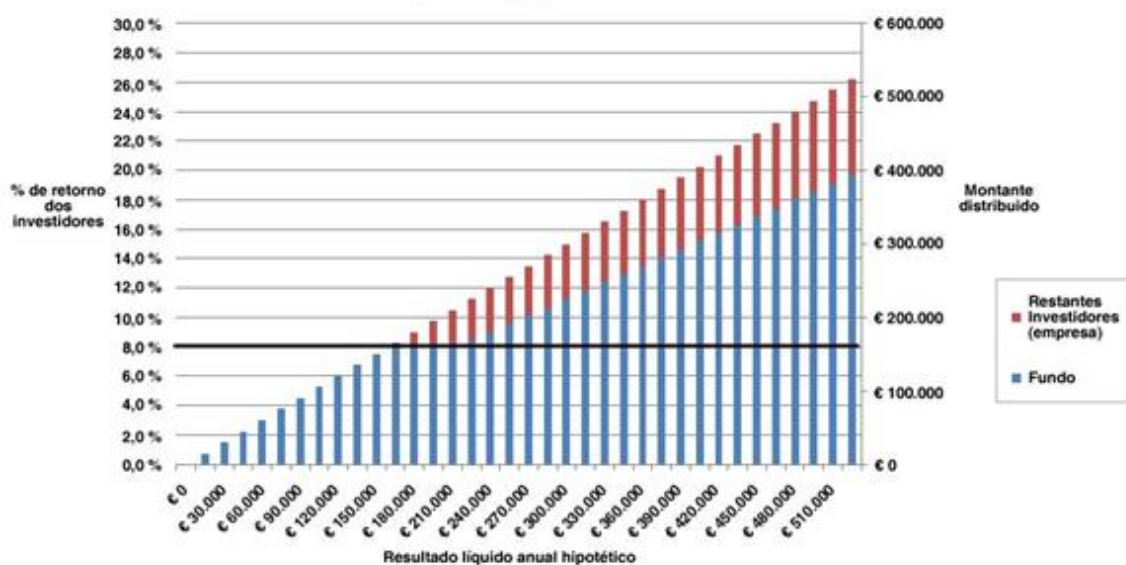
6.5 Política de Distribuição de Rendimentos

A política de distribuição de rendimentos aos Participantes do Fundo deverá ser realizada de acordo com as seguintes diretrizes:

- O rendimento proveniente da atividade do Fundo será distribuído aos Participantes na proporção da sua participação, até ao montante por eles realizado;
- Distribuição aos participantes do resultado líquido em montante equivalente ao que garanta uma taxa de rentabilidade (*preferred return*) de 8% sobre o capital realizado.

Por exemplo, se o Fundo investir 2 milhões de euros numa determinada empresa por 75% do seu capital social, os investidores deverão receber no mínimo 160.000€ (2.000.000€ x 8%), valor que corresponde ao *preferred return*. Como é possível comprovar através da análise do Gráfico 4, a partir do momento que esse montante mínimo esteja garantido, a divisão de dividendos passa a ser realizada de acordo com a percentagem de detenção de capital, sendo neste exemplo 75% para os investidores do Fundo e 25% para os restantes sócios ou acionistas.

Gráfico 4 - Exemplificação do funcionamento do *preferred return*



Fonte: Adaptado do site do Wren Investment Group (2012)

- 75% do rendimento remanescente será distribuído aos Participantes, na proporção da sua participação no Fundo, sendo os restantes 25% à Entidade Gestora, a título de comissão de desempenho (*carried interest*).

Para a distribuição de rendimentos anteriormente descrita, a Entidade Gestora utilizará os seguintes meios de distribuição:

- Reduções de capital para libertar o excesso de capital, de acordo com a legislação em vigor;
- Distribuição de dividendos;
- Outras formas de distribuição alternativa que no momento sejam mais adequadas à proteção dos interesses dos Participantes;

6.6 Política de Desinvestimento

Durante o período de desinvestimento, a atividade do Fundo *Decantatio* consistirá exclusivamente na gestão e valorização com vista à alienação do património (valores mobiliários e outras participações que integrem o seu património).

Tendo em conta que a estratégia de investimento do Fundo passa pela aquisição da maioria do capital de um conjunto de empresas e criação de uma estrutura de gestão conjunta, existem duas opções para a realização do desinvestimento:

- Alienação da totalidade da estrutura empresarial desenvolvida;
- Alienação de cada uma das empresas do setor vitivinícola de forma autónoma.

Assim, a estratégia de desinvestimento seguirá a seguinte lógica:

- Avaliação da carteira de investimentos do Fundo:
 - Avaliação individual das empresas, com especial enfoque nas marcas e respetivo posicionamento nos diversos mercados externos;
 - Avaliação global da estrutura empresarial desenvolvida pelo Fundo;
- Elaboração de um relatório económico-financeiro sobre a evolução das empresas;
- *Screening* de potenciais investidores para aquisição da estrutura total ou de cada umas das empresas individualmente, sendo dada prioridade aos iniciais detentores da maioria do capital;
- Realização de reuniões com os investidores interessados, onde será apresentado todo o percurso das empresas e respetiva evolução desde a entrada do Fundo no seu capital social, assim como perspetivas para o futuro.

Para efeitos da avaliação dos ativos do Fundo, serão utilizados os métodos já aplicados aquando do processo de investimento, designadamente o método dos fluxos de caixa descontados e o método do múltiplo do EBITDA, sendo sempre deduzido ao valor líquido da Empresa os montantes em dívida.

Se a Empresa for revendida aos restantes sócios ou acionistas, o método de avaliação definido tem de ser o mesmo do processo de investimento, para que a transação seja justa e coerente. A alienação do capital terá ainda por base os direitos de *drag-along* e *tag-along*.

A dissolução e liquidação do Fundo deverá ocorrer no termo do prazo previsto para a sua duração e em caso de liquidação, será a Entidade Gestora a assumir as funções de liquidatária. A partilha dos bens do Fundo *Decantatio* será realizada pelos Participantes na proporção das UP detidas e no prazo máximo de seis meses a contar da data do início da liquidação, podendo ser efetuados reembolsos parciais.

6.7 Monitorização do investimento

Uma gestão eficiente e eficaz dos investimentos realizados é essencial para maximizar o retorno dos investimentos realizados pelo Fundo, sendo por isso fundamental a sua constante monitorização, de forma a confirmar se estes estão a progredir de acordo com o planeado, se houve alguma falha no alcance dos objetivos ou *milestones* definidos e qual o plano de contingência mais adequado.

A SCR realizará regularmente um relatório, que conterá ilações provenientes da análise dos investimentos realizados e uma comparação face ao último relatório realizado.

6.8 Encargos

Os encargos do Fundo de Capital de Risco estão diretamente relacionados com a sua gestão, designadamente:

- Remuneração da entidade gestora:
 - Comissão de subscrição – Pela sua formação, organização e divulgação, o Fundo terá de pagar, em cada data de termo da respetiva subscrição, 0,5% do valor nominal global das UP subscritas na respetiva fase de subscrição;
 - Comissão de gestão – Pelo exercício da atividade da Entidade Gestora, o Fundo terá de pagar uma comissão anual de 1,5% sobre a totalidade do capital subscrito do Fundo, calculada da seguinte forma:
 - i. Durante o período de investimento, sobre a totalidade do capital subscrito;
 - ii. Após o período de investimento, sobre a totalidade do capital investido nas participadas, acrescido dos compromissos de investimentos futuros em empresas participadas pelo Fundo (*add ons*), que não deverá ultrapassar 10% do capital total subscrito do Fundo;

O primeiro pagamento será efetuado antecipadamente, na data do *initial closing*, sendo os restantes pagamentos efetuados antecipada e semestralmente.

- Comissão de desempenho (*carried interest*) – 25% dos rendimentos anuais do Fundo.
- Remuneração do depositário: Esta remuneração só poderá ser definida após escolha da entidade bancária e respetivo processo negocial. No entanto, a comissão terá de ser definida entre 0,02% e 0,035% ao ano, calculada sobre o valor da carteira do Fundo em depósito na Entidade Depositária, com referência ao último dia de cada ano;
- Remuneração do auditor;
- Custos de *due diligence* em relação a investimentos que não possam ser cobrados à respetiva sociedade onde o Fundo tenha investido;
- Custos associados à gestão do Fundo, incluindo os legalmente previstos;
- Custos associados a negócios não concluídos respeitantes a investimentos que tenham sido previamente aprovados;
- Custos associados a operações bancárias, nomeadamente transferências bancárias;
- Custos relacionados com a documentação a ser disponibilizada aos titulares das UP e com a convocação de assembleias de participantes;
- Custos com consultores legais e fiscais do Fundo.

6.9 Entidade Gestora

A administração do Fundo caberá à “Expert Capital – Sociedade Gestora de Capital de Risco, S.A.”, cujo capital inicial será de € 250.000, pois o seu objeto consistirá exclusivamente na gestão de FCR.

Posteriormente, poderá realizar-se um aumento do capital social para € 750.000, para que lhe passe a ser possível o investimento em FCR, não lhe sendo no entanto permitido investir em sociedades que caibam na política de investimentos do Fundo.

A Expert Capital assumirá o compromisso para com os Participantes do Fundo *Decantatio* de administrar os seus valores patrimoniais de acordo com a política de investimentos definida no respetivo regulamento de gestão, atuando de modo independente e no interesse exclusivo destes, competindo-lhe praticar todos os atos e operações necessários à boa administração do Fundo, de acordo com critérios de elevada diligência e competência profissional, designadamente:

- Promover a constituição do Fundo, a subscrição das respetivas UP e o cumprimento das obrigações de entrada;
- Elaborar o Regulamento de Gestão e eventuais propostas de alteração;
- Selecionar os ativos que devem integrar o património do Fundo, de acordo com a política de investimento definida;
- Adquirir bens para o Fundo, exercer os respetivos direitos e assegurar o pontual cumprimento das obrigações;
- Gerir, alienar ou onerar os bens que integram o património do Fundo;
- Emitir e reembolsar as UP e fazê-las representar em conformidade com o previsto no regulamento de gestão;
- Determinar o valor dos ativos e dos passivos do Fundo e a valor das respetivas UP e dá-lo a conhecer aos participantes do Fundo;
- Acompanhar e facultar todo o apoio possível às sociedades em que o Fundo detenha participações;
- Manter a documentação e contabilidade do Fundo organizada;
- Elaborar o relatório de gestão, as contas do Fundo e os respetivos documentos de revisão, disponibilizando-os aos titulares das unidades de distribuição, para sua apreciação;
- Convocar as Assembleias de Participantes;
- Prestar aos Participantes do Fundo, nomeadamente nas respetivas assembleias, informações completas, verdadeiras e elucidativas acerca dos assuntos sujeitos à apreciação ou deliberação destes, que lhes permitam formar opinião fundamentada sobre esses assuntos.

A Entidade Gestora não poderá promover a conclusão da subscrição, participar na gestão ou aconselhar, direta ou indiretamente, qualquer fundo de capital de risco com uma política de investimento semelhante à do Fundo *Decantatio*, exceto se o período de investimento tiver terminado, se houver decisão favorável à liquidação ou partilha do património do Fundo ou se tiver sido dado o Consentimento Especial dos Investidores.

6.10 Depositário

Após criação da Entidade Gestora e início do período de angariação de capital, decidirá-se-á que Banco assumirá as funções de depositário dos valores do Fundo.

Enquanto protetor dos valores do Fundo, o depositário terá as seguintes responsabilidades:

- Registo em conta das UP emitidas pelo Fundo;
- Receber em depósito ou inscrever em registo os valores mobiliários e os títulos ou documentos comprovativos dos demais valores que constituem o Fundo;
- Ter a relação cronológica de todas as operações realizadas atualizada e estabelecer mensalmente o inventário discriminado dos valores à sua guarda;
- Assegurar que nas operações relativas aos valores que integram o Fundo a contrapartida lhe seja entregue nos prazos conformes.

7 Conclusão

A análise realizada à indústria de capital de risco em Portugal e ao setor vitivinícola, a convivência direta que tenho tido oportunidade de ter com empresas deste setor agroalimentar, assim como com diversos serviços de consultoria vocacionados para solucionar as necessidades financeiras das empresas, e a experiência acumulada da HM Consultores ao longo de 27 anos de atividade, permitiu-me concluir que existe uma oportunidade latente no mercado: a colmatação de um conjunto de necessidades do setor vitivinícola através de uma fonte de financiamento alternativa, que não se limite a aportar capital às organizações, mas a contribuir para o seu crescimento global e competitividade, podendo atuar em diversas áreas como é o caso da gestão avançada e *marketing*.

De acordo com os artigos científicos analisados e os diversos estudos publicados a nível mundial, o capital de risco é uma solução viável e vantajosa para qualquer setor, sendo por isso a alternativa ideal às fontes de financiamento tradicionais.

Assim, desenvolveu-se um modelo de negócios único e inovador para Portugal e para a Europa, com algumas similaridades a fundos norte-americanos, naquilo que é a abordagem setorial. O setor vitivinícola, que apesar de atualmente já ter um impacto significativo no crescimento do país, tem ainda um enorme potencial que se encontra subaproveitado, sendo o setor alvo ideal para o desenvolvimento e implementação de um Fundo de Capital de Risco com as características delineadas neste trabalho.

O modelo de negócios elaborado foi aprovado pela direção da HM Consultores, esperando-se que desempenhe um papel fundamental no seu crescimento e reconhecimento no mercado a médio prazo.

A próxima etapa passará pela criação da SCR e início da angariação de capital do Fundo *Decantatio*, momento em que já deveremos ter 2 a 3 projetos em carteira e a equipa de gestão definida. Com o objetivo de compreendermos se este Fundo teria aceitação no setor, contactámos informalmente alguns dos nossos clientes, que na grande maioria (cerca de 65% dos contactos efetuados) se mostraram recetivos a esta oportunidade, sobretudo por haver uma ligação à HM Consultores, empresa com quem têm trabalhado em parceria ao longo de décadas.

Esta análise informal confirmou que de facto existem lacunas no setor vitivinícola que necessitam de ser eliminadas e que, sendo bem estruturado e trabalhado, um FCR com as características definidas, é a solução ideal.

Anexo 1

Glossário

Buy-In Management Buy-Out (BIMBO): Financiamento destinado a uma operação de aquisição da maioria do capital de uma empresa, incorporando simultaneamente as características do *Management Buy-In* e *Management Buy-Out*. Esta opção combina as vantagens de ambas as operações, pois ao conhecer a realidade da empresa, a administração contribui para que a operação ocorra de forma mais eficiente, e a equipa de gestão externa contribui com o conhecimento e a experiência internamente inexistente.

Buyout: Vocacionado para empresas em fase de maturidade mas com grande potencial de geração de *cash flow*, este tipo de operação inclui desinvestimentos de grandes grupos em negócios periféricos, alienação de posições por proprietários de empresas privadas e privatização de empresas públicas, entre outras iniciativas, e caracteriza-se pela alteração do controlo acionista da empresa. Quanto mais maduras e estáveis as empresas são, maior é a probabilidade das transações serem financiadas a um elevado nível de dívida (cerca de 60% do valor da operação), sendo nesses casos denominadas por *leverage buyout*.

Break-up Fee: Taxa aplicada em processos de aquisição, quando a Empresa a adquirir desiste da operação. Este tipo de pagamento tem como objetivo compensar o comprador pelo tempo e recursos despendidos na tentativa de concretização do negócio.

Bridge Financing: Investimento destinado a suportar a transação de um empresa para cotação em bolsa, antecedendo a Oferta Pública Inicial¹⁸ (OPI). Quando a OPI é concluída, a dívida contraída é imediatamente liquidada com o capital obtido, sendo por isso considerado investimento de curto prazo.

¹⁸ A oferta pública inicial trata-se da primeira venda pública de ações por parte de uma empresa privada. Normalmente, a OPI é realizada por empresas em fase de crescimento, que necessitam de capital para expandir a sua atividade. No entanto, pode também ser realizada por empresas de grandes dimensões que pretendem ver as suas ações transacionadas em mercados cotados.

Carried Interest (comissão de desempenho): Percentagem de lucros conferida à SCR mediante alcance de determinadas metas, como forma de premiar o seu desempenho. Esta comissão tem como principal objetivo aumentar a motivação da entidade gestora em aumentar o desempenho do fundo.

Comissão de gestão: Suportada diretamente pelo fundo, destina-se a remunerar os serviços prestados pela entidade gestora.

Comissão de resgate: Se existir, é cobrada pela entidade gestora no momento em que o investidor recebe o valor do resgate das UP. Normalmente, o valor da comissão de resgate é inversamente proporcional ao prazo de permanência das UP no fundo.

Comissão de subscrição: Se existir, é cobrada pela entidade gestora no momento da subscrição das UP, sendo o seu montante adicionado ao valor das UP.

Drag-Along: Direito que confere ao acionista majoritário a possibilidade de forçar os acionistas minoritários a incluírem as suas participações no acordo de venda.

Early stage ou Start-up: Investimento no capital de empresas já existentes e a funcionar, ou em fase final de instalação, com um projeto desenvolvido, mas que ainda não tenham iniciado a comercialização dos seus produtos ou serviços. O investimento é maioritariamente direcionado para as necessidades de *marketing* e despesas associadas ao lançamento dos produtos ou serviços.

Os beneficiários deste tipo de FCR podem ser pequenos projetos empresariais resultantes de investigação ou ideias inovadoras ou ainda projetos suportados por grupos empresariais.

Expansion Capital (expansão, desenvolvimento ou crescimento): Destinado a empresas que atingiram a fase de maturidade, mas não têm capacidade de financiar o crescimento ou expansão do negócio. Este capital é maioritariamente investido no

aumento da capacidade instalada, no desenvolvimento do produto ou do mercado e/ou como fundo de maneio, de forma a dar apoio a desafios de crescimento específicos, como a entrada num novo mercado, o desenvolvimento de um novo produto ou uma estratégia de aquisição.

Fundo Aberto: Fundo cujo número de UP é variável, pois permite que os investidores subscrevam e resgatem as suas UP em qualquer momento, estando o número de UP do fundo em constante circulação.

Fundos de Ações: Investimento realizado predominantemente em ações. Devido ao valor das UP ser extremamente sensível ao risco de variação de preço das ações em que se investem, este tipo de fundo apresenta elevado risco.

Fundo de Capitalização: Não distribui os rendimentos gerados, incorporando-os no valor das UP. Neste caso, o investidor apenas irá receber o respetivo rendimento no momento do resgate.

Fundo de Distribuição: Distribui parcial ou totalmente, de forma periódica, os rendimentos gerados, reduzindo o valor das UP. O investidor tem a possibilidade de receber o montante dos rendimentos ou reinvesti-lo através da subscrição de mais UP.

Fundo Fechado: Número cujo número de UP é fixo, podendo os investidores proceder à sua subscrição num determinado período e ao seu resgate e reembolso, em regra, apenas na liquidação do fundo, em data pré-definida.

Fundos Flexíveis: Não assumem qualquer compromisso relativamente à composição do seu património.

Fundo de Fundos: O investimento principal é realizado em UP de outros fundos. Assim, a política de investimentos e risco de um fundo de fundos é determinado pelas características dos fundos em que investe.

Fundos Garantidos: Têm associado garantias de capital e/ou de um determinado perfil de rendimentos. Para isso têm garantias prestadas por uma terceira entidade, embora a gestão do fundo seja conduzida de modo autónomo, e utilizam instrumentos financeiros adequados, nomeadamente produtos derivados.

Fundos de Índice: Fundos de ações ou obrigações cuja política consiste somente em reproduzir integralmente um determinado índice de obrigações ou ações.

Fundos do Mercado Monetário: Semelhante ao fundo de tesouraria, com a diferença que deverá ter uma maior percentagem do seu património investido em aplicações de curto prazo e elevada liquidez e em depósitos bancários.

Fundos Mistos: Combinam características dos fundos de obrigações e dos fundos de ações, pelo que o risco associado a estes fundos varia consoante o peso que as ações e obrigações têm no património, bem como os países em que se investe.

Fundos de Obrigações: Património composto maioritariamente por obrigações, apresentando por isso um risco superior aos fundos de tesouraria ou fundos do mercado monetário e consequentemente maior rendibilidade. Este tipo de fundos pode ainda classificar-se como fundos de obrigação de taxa fixa, quando se investe fundamentalmente em obrigações de taxa fixa¹⁹ ou fundos de obrigação de taxa variável, quando se investe em obrigações de taxa variável²⁰. Estando o fundo de obrigação de taxa fixa sujeito a um risco de taxa de juro superior, apresenta uma rendibilidade mais elevada.

Fundo de Tesouraria: Predominância de instrumentos financeiros de curto prazo e baixo risco, como são exemplos os títulos de dívida pública. Assim, trata-se de um tipo de fundo

¹⁹ Obrigações cujos emitentes pagam periodicamente um juro calculado com base numa taxa que se mantém inalterada até a obrigação se vencer. (Guia do Investidor, CMVM)

²⁰ Obrigações cujos emitentes pagam um juro que é revisto periodicamente em função da variação das taxas de mercado.

com taxas de rendibilidade baixas, correspondentes às taxas de juro do mercado monetário, estando direcionado para investidores com necessidades de liquidez a curto prazo e/ou elevada aversão ao risco.

General Partner (GP): Empresa responsável pela gestão do fundo – sociedade gestora, que tem responsabilidade ilimitada sobre a dívida e obrigações da *limited partnership*. Por vezes, os gestores do fundo investem capital juntamente com os restantes investidores – 1% a 3% do montante total do fundo - de forma a aumentar o nível de confiança associado ao fundo e garantir o alinhamento de interesses com os restantes investidores.

Institutional Buy-Out (IBO): Investimento realizado com o objetivo de adquirir a maioria do capital por parte da SCR envolvida, para o alienar num curto período de tempo, após concluir a reestruturação necessária e a contratação da nova equipa de gestão. É uma operação geralmente precursora de um MBO.

Intermediário Financeiro: Empresas prestadoras de serviços que podem ser instituições de crédito, empresas de investimento em valores mobiliários, como são exemplo as sociedades corretoras ou as sociedades gestoras de patrimónios e as sociedades gestoras de fundos de investimento, cujas principais funções são a seleção dos valores que devem integrar o património do fundo, a compra e venda desses valores de forma a obter uma maior rendibilidade, o exercício dos direitos inerente aos valores que integram o património do fundo e o cálculo do valor da unidade de participação.

Leverage Buyout (LBO): Operações geralmente financiadas a níveis mais elevados de endividamento do que as transações típicas de empresas no mercado, sendo vocacionadas para empresas com *cash flows* mais estáveis. O elevado nível de endividamento aumenta os retornos do capital, cria um “escudo” aos impostos resultado da dívida e coloca o enfoque dos gestores na geração de *cash flow*, assegurando um crescimento economicamente sustentável e evitando as aquisições não diretamente relacionadas ou linhas de produtos não lucrativas.

Limited Partners: Investidores com responsabilidade limitada e envolvimento reduzido nas operações diárias da gestão do fundo.

Limited Partnership (LP): É um veículo para o investimento que se baseia numa parceria entre o *general partner* e os *limited partners*. A gestão levada a cabo pelo *general partner* baseia-se num prospeto (*partnership agreement*) previamente definido, que inclui o regulamento de gestão.

Management Buy-In (MBI): Financiamento destinado a adquirir a maioria do capital de uma empresa por uma equipa de gestores externa. Este tipo de operação pode ocorrer quando a empresa aparenta estar subvalorizada ou tem uma equipa de gestão menos qualificada.

Management Buy-Out (MBO): Este investimento destina-se a apoiar a aquisição do controlo da empresa pela equipa de gestão vigente, quando esta tem a convicção que, detendo a maioria do capital, possui a experiência e conhecimento necessários para alcançar o sucesso no negócio. A presença de SCR nestas operações é frequente, pois além de ser necessário elevadas quantidades de capital para adquirir as participações dos atuais acionistas ou sócios, a elevada experiência das SCR nestas operações facilita toda a transação.

Mezzanine: Fundo que visa apoiar os projetos de expansão de empresas em fase de maturidade, sendo considerado a base das operações de *buyout*. Este tipo de financiamento, tratando-se de dívida subordinada, apresenta um nível de prioridade baixa relativamente ao *timing* de pagamento em caso de liquidação, mas também confere ao investidor o direito de converter a dívida em capital, caso o empréstimo não seja liquidado nos prazos e termos contratualmente definidos.

Por se processar rapidamente, sem *due diligence* por parte do credor e sem garantias por parte do mutuário, estes fundos exigem uma elevada taxa de retorno (entre 20% a 30%).

Em Portugal este tipo de fundo ainda não tem enquadramento jurídico.

Other Early Stage: Investimento dirigido a empresas recém-instaladas, que completaram a fase de desenvolvimento de produto e possam ter iniciado a fase de comercialização, mas ainda sem lucro. O capital é maioritariamente destinado à melhoria dos processos de fabrico, comercialização e *marketing*.

Preferred Return: Corresponde ao retorno mínimo que os investidores deverão receber antes da sociedade gestora receber a sua comissão de desempenho (*carried interest*).

Public to Private (PtoP) ou Oferta Pública de Aquisição (OPA)²¹ de exclusão: Modalidade de investimento de risco que tem como objetivo adquirir a totalidade do capital de uma sociedade cotada em bolsa para a retirar deste mercado. Trata-se de uma operação sem qualquer relevância na realidade portuguesa.

Regulamento de Gestão: Documento elaborado por uma sociedade gestora que deverá conter a denominação e duração do fundo, o valor inicial das UP para efeitos de constituição do fundo, direitos inerentes às UP, denominação e sede da sociedade gestora e dos depositários, meios de comercialização das UP, política de investimentos, política de distribuição dos resultados, possibilidade de uso de crédito e respetivos limites, comissões do fundo e modo de cálculo, totalidade dos encargos suportados pelo fundo, auditor do fundo e restantes elementos exigidos pela CMVM.

Replacement Equity ou Capital de substituição: Aquisição, por um investidor tradicional (não relacionado com capital de risco), das ações existentes numa empresa a uma SCR ou outro acionista.

Secondary Buyout: Forma de desinvestimento que consiste na venda da participação a outros investidores de capital de risco.

²¹ Operação através da qual um acionista ou sociedade pretende comprar uma participação maioritária ou totalidade das ações de uma empresa cotada em bolsa.

Seed Capital: Financiamento dirigido a projetos empresariais em fase concetual ou de desenvolvimento, que fornece o fundo de maneio necessário para que os produtos ou serviços que se encontram em fase de investigação e desenvolvimento (I&D) comecem a gerar receitas.

Trata-se do tipo de investimento de *private equity* com maior risco associado, mas que em contrapartida traz retornos mais elevados, estimulando uma participação mais ativa na gestão do negócio por parte do investidor.

Como em qualquer fundo de capital de risco, o investimento é realizado com o objetivo inicial de se obter uma quota do capital social da empresa, embora o *seed capital* tenha menor sobrecarga contratual e menor formalismo de financiamento em comparação com os outros tipos de capital de risco.

Tag-Along: Direito que confere ao acionista minoritário a possibilidade de incluir no acordo de venda a sua participação no capital da Empresa.

Termsheet: Acordo não vinculativo que define os termos e condições sob os quais será realizado um investimento.

Turnaround: Financiamento destinado a empresas em situação financeira crítica, pré-insolvência, cujo objetivo é implementar projetos de reestruturação económica e recuperação financeira.

Unidade de participação (UP): Parcelas em que se divide o património de um fundo de investimento, com características iguais e sem valor nominal, cujo valor corresponde à divisão do valor global do fundo pelo número de UP detidas pelos participantes. O valor da unidade de participação servirá de base às subscrições e aos resgates, permitindo acompanhar a evolução do fundo, no que diz respeito à sua rendibilidade e risco.

Unidade de titularização de crédito: Parcelas em que se divide o património de um fundo de titularização de créditos, cujo valor nominal é definido no regulamento de gestão do fundo.

Valor Mobiliário: Documento emitido por empresas ou outras entidades, em grande quantidade, que pode ser comprado e vendido, nomeadamente através de mercados organizados, como é exemplo a Bolsa de Valores. Para a empresa que o emite representa uma forma de financiamento alternativo ao crédito bancário e para os investidores uma forma alternativa de aplicação de poupanças. Exemplos de valores mobiliários são as ações, as obrigações, os títulos de participação, as UP em fundos de investimento, as unidades de titularização de créditos, os *warrants* autónomos, os direitos destacados de valores mobiliários, os certificados, os valores mobiliários obrigatoriamente convertíveis, convertíveis por opção do emitente ou condicionados por eventos de crédito.

Write-off. Quando o valor do investimento é total ou parcialmente reduzido a zero, levando ao desinvestimento total ou redução da quota detida pela SCR. Como o valor do investimento é eliminado, o retorno do investidor traduz-se numa perda total ou parcial.

Bibliografia

- Bail Jr., P.G. (2009). Federal Small Business Programs and the Small Business Act of 1953. *Contract Management*. 49(10), 24-37.
- Bassi, I. & Grant, J. (2006). *Structuring European Private Equity*. Euromoney Institutional Investors PLC. 175 p.
- Bloom, N., Sadun, R. & Van Reenen, J. (2009). *Do Private Equity Owned Firms Have Better Management Practices?* Center of Economic Performance, London School of Economics and Political Science.
- Bozkaya, A. & Kerr, W.R. (2009). Labor Regulations and European Private Equity. *Harvard Business School Entrepreneurial Management*.
- Caetano, P. (2013). *Capital de Risco*. Actual Editora. 144 p.
- Cendrowski, H., Petro, L.W., Martin, J.P. & Wadecki, A.A. (2012). *Private Equity: History, Governance and Operations*. Wiley Finance. 357 p.
- Champagne, P. (2013). What is preferred Return?. Wren Investment Group. Consultado em 02/02/2014 em <http://wreninvestment.com/2013/07/what-is-a-preferred-return/>
- CMVM (2013). *Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2012*.
- COMPETE (2012). *Programa Operacional Temático Fatores de Competitividade 2007-2013*.
- Costa, C. (2014). *A Economia Portuguesa na União Europeia – 1986-2010*. Actual Editora. 486 p.
- COTEC (2014). Barómetro da Inovação. Consultado em 13/09/2014 em www.barometro.cotecportugal.pt
- Cressy, R., Munari, F. & Malipiero, A. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*. 13(4), 647-670.
- Emrich, G. (2005). O Financiamento de Capital de Risco para as Pequenas e Médias Empresas. *Parcerias Estratégicas*. 20, 1047-1060.
- Ernest & Young (2007). *How do Private Equity Investors Create Value? A global study of 2007 exists*.
- Ferreira, P.P. (2013). *Terminologias do turismo*. Edizioni Nuova Cultura. 208 p.
- GPP (2013). O Futuro da PAC pós-2013. Consultado em 06/08/2014 em www.gpp.pt/pac2013/
- Henriques, A. (2013). Vantagens do vinho tinto na proteção da saúde comprovadas em pesquisa publicada na Science. Consultado em 03/06/2014 em <http://www.ptjornal.com/2013030814581/geral/saude/beneficios-do-vinho-tinto-para-a-saude-provados-num-estudo-norte-americano.html?showall=1>
- Hoskisson, R.E., Shi, W., Yi, X. & Ji, J. (2013). The evolution and strategic positioning of private equity firms. *Academy of Management Perspectives*. 27(1), 22-39.
- Howson, P. (2003). *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. Gower Publishing. 286 p.

IAPMEI & APCRI (2006). Guia Prático do Capital de Risco.

Instituto Nacional de Estatística, I.P. (2011). *Censos 2011-Resultados Provisórios*.

Investopedia. *Private Equity*. Consultado em 17/09/2014 em <http://www.investopedia.com/terms/p/privateequity.asp>

IVV (2009). *A nova O.C.M. vitivinícola*. Consultado em 06/02/2014 em www.ivv.min-agricultura.pt/np4/81

IVV (2013). *Vinhos e Aguardentes de Portugal – Anuário de 2013*.

Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2008). *Exploring Corporate Strategy*. Pearson Education. 622 p.

Kaplan, S. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. *Journal of Science*. 60, 1791-1823.

Kotler, P. & Kotler, N. (1998). *Museum strategy and marketing: designing missions, building audiences, generating revenue and resources*. Jossey-Bass Publishers. 395 p.

Leitão, J., Ferreira, J.M. & Azevedo, S.G. (2008). *Dimensões Competitivas de Portugal: Contributos dos Territórios, Sectores, Empresas e Logística*. Centro Atlântico. 492 p.

Magretta, J. (2013). *Understanding Michael Porter: The Essential Guide to Competition and Strategy*. Harvard Business Review Press. 256 p.

Masulis, R.W. & Thomas, R.S. (2009). Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivates in Corporate Governance. *University of Chicago Law Review*. 76(1), 219-260.

Neus, W. & Walz, U. (2005) Exist Timing of Venture Capitalists in the Course of and Initial Public Offering. *Journal of Financial Intermediation*. 14, 253-277.

Office, S. & Murray-Webster, R. (2010). *Management of risk: guidance for practitioners*. Stationery Office Books. 176 p.

Pacheco, C.M.M. (2012). *Avaliação das consequências da instabilidade política e económica na imagem externa de Portugal*. Universidade Nova.

Payne, J. (2011). Private Equity and its Regulation in Europe. *European Business Organization Law Review*. 12(4), 559-586.

Pinto, L. (1997). Capital de Risco: Uma alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – o caso da Contec. *Revista do Banco Nacional de Desenvolvimento Económico e Social*.

Turismo de Portugal (2013). *Plano Estratégico Nacional de Turismo 2013-2015*.

Wines of Portugal (2010). Regiões Vitivinícolas consultado em 12/04/2014 em <http://www.winesofportugal.info/pagina.php?codNode=18012>

Prowse, S. (1998). The Economics of Private Equity Market. *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*. 13, 21-34.

Rodrigues, J.N., Cardoso, J.F., Nunes, C. & Eiras, R. (2005). *50 Gurus da Gestão para o séc.XXI*. Centro Atlântico. 544 p.

Rodrigues, M.L. (2012). *Políticas Públicas em Portugal*. Imprensa Nacional Casa da Moeda (INCM). 488 p.

Serekatis, A. (2013). A comparative examination of private equity in united states and europe: accounting for the past and predicting the future of european private equity. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*. 18(3), 613-667.

Silva, S. (2013). Desde 2010 que Portugal está a investir menos em ciência. Consultado em 02/02/2014 em <http://www.publico.pt/ciencia/noticia/portugal-inverte-ciclo-de-aumento-do-investimento-em-ciencia-1614184>

Sinclar, D.A. (2013). Evidence for a Common Mechanism of SIRT1 Regulation by Allosteric Activators. *Science*. 339, 1216-1219.

Watt, A. (2008). The impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence. *Industrial Relations Journal*. 39(6), 548-568.

Legislação

Decreto-Lei n.º 375/2007 de 8 de Novembro.

Decreto-Lei n.º 17/86 de 5 de Fevereiro.

Instrução da CMVM n.º 2/2013.

Portaria n.º 913-I/2003, de 30 de Agosto.

Recomendação 2003/361/CE.

Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

Regulamento da CMVM n.º 12/2005.

Regulamento da CMVM n.º 12/2013.